

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**O CREDOR FINANCIADOR COMO “TERCEIRO PODER” NA
GOVERNAÇÃO SOCIETÁRIA E A SUA EVENTUAL RESPONSABILIDADE**

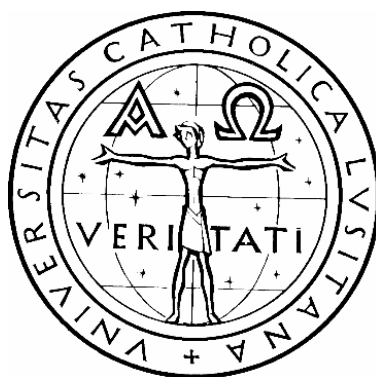
*Em especial: A influência resultante da aposição de covenants nos contratos de
financiamento bancário*

Filipa Ribeiro Gonçalves

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2020



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**O CREDOR FINANCIADOR COMO “TERCEIRO PODER” NA
GOVERNAÇÃO SOCIETÁRIA E A SUA EVENTUAL RESPONSABILIDADE**

*Em especial: A influência resultante da aposição de covenants nos contratos de
financiamento bancário*

Filipa Ribeiro Gonçalves

Sob a orientação de

PROFESSORA DOUTORA MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2020

A winner is a dreamer who never gives up.

Nelson Mandela

AGRADECIMENTOS

Se há coisa que a vida nos ensina é que não somos nada sozinhos. Nenhum conhecimento se constrói sozinho. Nenhum caminho se percorre sozinho. Nada é perfeito sozinho. Aprendemos e crescemos com os outros. Somos melhores com os outros.

Quero, por isso, expressar o meu profundo agradecimento a todas as pessoas que compreenderam a importância deste projeto e contribuíram para que, hoje, muito orgulhosamente, o erguesse(mos).

Deixo uma especial palavra de gratidão:

À Professora Doutora Maria de Fátima Ribeiro, por toda a cooperação, compreensão e disponibilidade demonstradas durante a orientação desta Dissertação;

Aos meus pais, por todo o amor, por todos os esforços, por tudo o que são e por tudo o que me fazem ser;

À minha irmã, pelo incansável apoio, por estar comigo em todos os momentos, por ser um pilar na minha vida e pelo amor incondicional que sempre nos unirá;

Às minhas amigas de Oliveira, por toda a motivação, por todo o carinho, pelo amor que nos une e por serem o “porto de abrigo” de todos os tempos;

Às minhas amigas de Coimbra, pelo imensurável contributo para este projeto, por o encararem como “nosso”, por serem a melhor definição de saudade e de amizade com que a vida poderia presentear-me;

Aos meus amigos do Porto, por todo o companheirismo, por tudo o que me ensinam e por conseguirem (tão bem) mostrar-me que o impossível se torna, por vezes, possível.

RESUMO

A crescente preponderância que o credor financiador tem vindo a assumir no contexto societário justifica que se analisem e ponderem todos os efeitos que da mesma podem advir para a sociedade, para os seus sócios e demais *stakeholders*. Sem prejuízo do papel de relevo que o credor pode desempenhar na monitorização da gestão societária (nomeadamente em virtude do especial poder de informação que detém sobre a sua situação financeira e empresarial), há que reconhecer que a sua atuação nem sempre surgirá balizada pela necessidade de tutela do respetivo crédito.

Versando, em especial, sobre o poder de influência que decorre da aposição de *covenants* nos contratos de financiamento bancário, cumprirá a presente investigação o propósito de enquadrar em que termos poderá legitimar-se a intervenção do credor no governo da sociedade financiada, do qual não poderá dissociar-se a pertinente descoberta de mecanismos capazes de sustentar a sua eventual responsabilização.

Palavras-chave: controlo, *covenants*, credor financiador, financiamento societário, influência, responsabilidade do credor

ABSTRACT

The emergence of the financing lender in the context of corporate management requires the measurement of all the consequences that could arise to the company, to the shareholders and other stakeholders.

Despite the important role that the lender can play on the corporate governance, we must recognise possible situations of lender opportunism. This essay focuses on the inclusion of covenants in loan agreements and has the purpose of analysing the limits on the lender's influence on corporate governance, as well as whether they could be liable for their opportunistic behavior.

Key-words: control, corporate financing, covenants, financing lender, influence, lender liability

ÍNDICE

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS	1
INTRODUÇÃO	2
CAPÍTULO I - FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO: DA TUTELA DOS CREDORES À TUTELA PERANTE OS CREDORES. A EMERGÊNCIA DE UM “TERCEIRO PODER” NO GOVERNO DA SOCIEDADE FINANCIADA	4
1. Os modelos de financiamento societário e a dissipação substantiva da separação formal entre financiamento interno e externo.....	4
2. O desalinhamento de interesses das partes na relação de financiamento externo .	6
3. A emergência do financiamento como mecanismo de governo das sociedades ...	8
4. O caso particular da aposição de <i>covenants</i> nos contratos de financiamento bancário	10
4.1 Dos interesses legítimos das partes	10
4.2 Das prerrogativas conferidas ao credor financiador	12
4.3 Da admissibilidade dos <i>covenants</i> à luz do ordenamento jurídico português ..	14
CAPÍTULO II - DA EVENTUAL RESPONSABILIZAÇÃO DO CREDOR FINANCIADOR EM VIRTUDE DA INFLUÊNCIA EXERCIDA NO GOVERNO DA SOCIEDADE FINANCIADA.....	18
1. Definição do problema. A inexistência de mecanismos de resposta no Direito positivo	18
2. Soluções preconizadas pela Doutrina	20
2.1 A analogia com a figura do sócio controlador e a consequente sujeição a deveres de lealdade	21
2.2 A qualificação do credor como administrador de facto indireto da sociedade.	24
3. Análise crítica	28
CONCLUSÃO	36
BIBLIOGRAFIA	38

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

Art(s)	Artigo(s)
Coord.	Coordenador
CSC	Código das Sociedades Comerciais
Dir.	Diretor
DL	Decreto-Lei
<i>Idem ibidem</i>	Mesmo autor, mesma obra, mesma página
IDET	Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho
i.e	Isto é
N.º	Número
Ob. cit.	Obra citada
P(p)	Página(s)
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
ss	Seguintes
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
TRL	Tribunal da Relação de Lisboa
<i>Vd.</i>	<i>Vide</i>
Vol.	Volume

INTRODUÇÃO

A realidade societária hodierna tem vindo, paulatinamente, a demonstrar-nos que o crescente envolvimento de outros sujeitos (*outsiders*) na vida das sociedades comerciais reclama uma reajustada abordagem de todos os interesses envolvidos e a emergência de soluções conducentes ao seu alinhamento.

Assume especial preponderância, neste cenário, a influência que os credores financiadores têm vindo a exercer no plano do governo societário, surgindo, não raras as vezes, como um verdadeiro “terceiro poder” ao lado dos acionistas e dos administradores. Efetivamente, a necessidade de recurso a capitais alheios progressivamente sentida pelas sociedades, sobretudo desde o eclodir da crise económico-financeira, abriu caminho para que estes sujeitos encetassem, pela via contratual, a imposição de um conjunto de restrições e limitações à gestão societária, na qual lograram imiscuir-se, como se de verdadeiros *insiders* se tratassem.

Ponto é que a interferência gestória levada a cabo nestes termos, além de contender com os princípios jurídico-societários vigentes no nosso ordenamento jurídico, poderá permitir atuações oportunistas do credor, em interesse próprio, potenciadoras de riscos para a sociedade financiada, para os seus sócios e demais *stakeholders*.

Reconhecida a pertinência que esta problemática tem vindo a assumir na *praxis* societária, cumprirá o nosso estudo a prossecução de dois objetivos primordiais, alinhavados nos seguintes termos: num primeiro plano, pretender-se-á deslindar de que modo e com que fundamento lograrão os credores assumir um papel de relevo na sociedade, clarificando-se em que circunstâncias poderá legitimar-se tal atuação ao abrigo do nosso ordenamento jurídico; num segundo momento, depois de analisada a razoabilidade de uma eventual responsabilização do credor em virtude da influência exercida na sociedade, indagar-se-á de que forma poderão os mecanismos jurídicos existentes aplicar-se ou adaptar-se a esta realidade.

Atenta a necessária circunscrição temática, tomar-se-ão por referência, no nosso estudo, apenas as Sociedades Anónimas, centrando-se a abordagem desenvolvida na influência creditória que é exercida através da imposição de *covenants* nos contratos de financiamento bancário.

CAPÍTULO I

FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO: DA TUTELA DOS CREDORES À TUTELA PERANTE OS CREDORES. A EMERGÊNCIA DE UM “TERCEIRO PODER” NO GOVERNO DA SOCIEDADE FINANCIADA

1. Os modelos de financiamento societário e a dissipação substantiva da separação formal entre financiamento interno e externo

De uma forma simples, são dois os modelos fundamentais pelos quais pode operar o financiamento de uma sociedade: a utilização de capitais próprios, por um lado; o recurso a capitais alheios, por outro¹.

Nas palavras de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, entende-se por capitais próprios “(...) os meios de financiamento que têm origem nos detentores de capital social e que, nessa medida, apresentam caráter definitivo, i.e., não são objeto de restituição, de tal maneira que não têm prazo (...)”², não obrigando, por isso, a pagamentos regulares que possam gerar incumprimento. Ao financiamento através de capitais alheios associam-se, por seu turno, pagamentos regulares e um prazo de vencimento, subjazendo-lhe uma relação jurídica da qual decorrerá, para a entidade financiadora, um risco de crédito³.

¹ Inerente à distinção estabelecida é a existência de diferentes graus de exposição ao risco, de onde decorre que também os respetivos custos de financiamento serão diversos. Entre estas modalidades existe, na prática, uma multiplicidade de soluções híbridas. Sobre as diferentes origens do financiamento, *vd.* ALCARVA, Paulo, *O financiamento Bancário de PME*, Actual Editora, Coimbra, 2017, pp.41 e ss.

² OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Finance*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2018, p.124.

³ *Idem, ibidem*. Disponibilizando a instituição de crédito uma determinada soma em dinheiro, ver-se-á a contraparte obrigada a reembolsar essa quantia, acrescida do pagamento de juros. Como facilmente se depreende, a atividade de concessão de crédito acarreta, para a entidade credora, um risco de crédito, que se traduzirá na possibilidade de o devedor incumprir a obrigação de prestação das referidas quantias. DUARTE, Susana Azevedo, “A Responsabilidade dos Credores Fortes na Proximidade da Insolvência da Empresa: A Celebração de Acordos Extrajudiciais e a Tutela dos Credores Fracos”, *in Questões de Tutela de Credores e de Sócios das Sociedades Comerciais* (Coord. Maria de Fátima Ribeiro), Almedina, Coimbra, 2013, p.190.

Sem prejuízo da diversidade de modalidades de recurso a capitais alheios⁴, os empréstimos bancários⁵ constituem a principal fonte de financiamento para todas as empresas portuguesas, com a exceção daquelas que assumam maior dimensão⁶. Para tal, concorrem fatores como a sua flexibilidade do ponto de vista do volume, prazo e finalidade do financiamento, aos quais acresce a circunstância de as empresas de pequena e média dimensão não conseguirem, por norma, aceder a outras formas de financiamento, não tendo, nomeadamente, condições para recorrer ao mercado de capitais⁷.

De acordo com a teoria económica da empresa, respondendo os capitais próprios pelas perdas que a sociedade venha, eventualmente, a sofrer, expectável é que, no âmbito do financiamento interno, sejam os sócios capazes de influenciar a gestão societária (que é, afinal, desenvolvida no seu interesse)⁸. Por seu turno, aos clássicos *outsiders* com quem a sociedade celebre negócios de financiamento associa-se um papel passivo (*passive cash collectors*), que não pressupõe uma qualquer interferência na gestão da sociedade, limitando-se estes, no fundo, a verificar se os contratos que celebram asseguram o retorno do respetivo investimento a uma taxa razoável⁹.

Sucede, porém, que este padrão clássico não tem já correspondência com o cenário de crescente influência que os credores financiadores têm vindo a exercer no plano

⁴ O financiamento através de capitais alheios pode operar diretamente (junto dos próprios investidores – como sucede com os empréstimos obrigacionistas) ou indiretamente (através de financiamento bancário e outros contratos de crédito).

⁵ *Vd.*, sobre os empréstimos bancários, CORDEIRO, António Menezes, *Direito Bancário*, 6ª Edição, Almedina, Coimbra, 2016, pp.671 a 675 e FERREIRA, Bruno, *Contratos de Crédito Bancário e Exigibilidade Antecipada*, Almedina, Coimbra, 2011, p.16.

⁶ OECD, *Estudos Económicos da OCDE: Portugal 2017*, OECD Publishing, Paris, 2017, consultado em <https://doi.org/10.1787/9789264269286-pt>.

⁷ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate...*, ob. cit., p.124. Sublinhando que o financiamento das empresas deixou já de se traduzir no binómico clássico do financiamento bancário e da Bolsa, *vd.* VASCONCELOS, Pedro Pais de, “O acionista de capital de risco – dever de gestão”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, p.157. Esclarece o Autor que, hoje, no mercado global, é a *private equity* que maior volume de fundos envolve e investe com maior eficiência e maleabilidade, na qual se abrange o investimento em *venture capital*, em Portugal designado como “capital de risco”.

⁸ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2009, p.108.

⁹ Neste sentido, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate...*, ob. cit., p.23 e PINTO DA SILVA, Francisco, “A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e a sua responsabilidade”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 6, Vol.12, Almedina, Coimbra, 2014, pp.233 e 234.

societário, assistindo-se, hoje, a uma gradual diluição da tradicional bifurcação entre financiamento interno e externo.

De facto, como *infra* melhor se demonstrará, por forma a limitar o risco de crédito que lhes é inerente, têm os credores, sobretudo desde o eclodir da crise financeira, procurado intervir na sociedade financiada, monitorizando a sua gestão e chegando, por vezes, a assumir o controlo da mesma, constituindo-se como um “terceiro poder” ao lado dos acionistas e dos órgãos de administração¹⁰.

2. O desalinhamento de interesses das partes na relação de financiamento externo

Importa começar por reconhecer que, a par da tradicional oposição entre *ownership* e *control*¹¹, também a relação que, no plano do financiamento societário, se estabelece entre *insiders* e *outsiders* tem sido perspectivada como uma relação “principal-agente”, inevitavelmente caracterizada pela existência de assimetrias informativas e um desequilíbrio de incentivos entre as partes envolvidas¹².

Como facilmente se depreende, a emergência de conflitos de interesses entre sócios e credores financiadores da sociedade decorre, em larga medida, da distinta natureza que assumem os respetivos investimentos. De facto, contrariamente ao que sucede com os sócios, que, em virtude da natureza variável da respetiva retribuição, terão um maior incentivo para a tomada de decisões arriscadas, os credores, a quem apenas importará a solvabilidade da sociedade, assumir-se-ão, por tendência, numa posição de maior aversão ao risco. De igual forma, não interessará a estes últimos a adoção de quaisquer políticas

¹⁰ A expressão “terceiro poder” é de FIGUEIREDO DIAS, Gabriela, “Financiamento e governo das sociedades (*Debt Governance*): o terceiro poder” in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2014, pp.359 a 363. Merece especial destaque o poder que as instituições de crédito podem ter sobre a sociedade. Neste sentido, ALMEIDA, António Pereira de, “Estrutura organizatória das sociedades” in *Problemas do Direito das Sociedades*, Série Colóquios do IDET, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2008, p.106.

¹¹ É no contexto da dissociação entre “propriedade” e “controlo” que surgem os principais conflitos de interesses associados à teoria da agência, aos quais a *corporate governance* tem procurado dar resposta. Para uma análise da *corporate governance* em Portugal, *vd.*, entre outros, COUTINHO DE ABREU, J.M., “*Corporate Governance* em Portugal”, in *Miscelâneas do IDET*, n.º6, Almedina, Coimbra, 2010, pp.11 e ss e MAIA, Pedro, “*Corporate Governance* em Portugal”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (Coord. Fábio Ulhoa Coelho/Maria de Fátima Ribeiro), Almedina, Coimbra, 2012, pp.43 e ss.

¹² OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate...*, *ob. cit.*, pp.21 e 22.

suscetíveis de pôr em causa a garantia do seu crédito, como sejam, a título de exemplo, a alienação de ativos ou a sua transferência para os sócios¹³.

Ao cenário descrito acresce a premissa de que a gestão da sociedade financiada, levada a cabo pelo órgão de administração, não surgirá, necessariamente, alinhada com os melhores interesses dos credores financiadores, daqui podendo emergir verdadeiros custos de agência que estes terão de suportar¹⁴. Com efeito, sem prejuízo de poder retirar-se do art.64º, n.º1, alínea b), do CSC que o cumprimento, por parte dos administradores, do dever geral de lealdade para com o “interesse da sociedade” pressupõe uma conjugação dos interesses dos sócios (enquanto tais) com os de outros sujeitos ligados à sociedade (designadamente dos credores), tem a doutrina dominante pugnado por uma interpretação hierarquizada destes interesses, traduzida, em concreto, numa clara prevalência dos primeiros¹⁵.

Em face do exposto, compreende-se que os credores financiadores, visando, por algum meio, reduzir os custos de agência a que estão sujeitos, procurem alcançar uma influência decisória em assuntos de relevo da vida societária - como sejam, a sua política financeira e de investimentos ou a sua estratégia empresarial-, conservando, tanto quanto possível,

¹³ PINTO DA SILVA, Francisco, ob. cit., pp.234 e 235. *Vd.*, também, neste sentido, BAIRD, Douglas G., e Robert K. RAMUSSEN, “Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance”, in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 154, 2006, p. 1245, consultado em www.semanticscholar.org.

¹⁴ Podem identificar-se, neste contexto, como principais custos de agência para o credor: a diluição do crédito, pela ulterior contração de empréstimos por parte da sociedade devedora; a alienação de ativos ou a sua transferência para os sócios; o subinvestimento, nos casos em que a situação líquida da sociedade é negativa e os sócios não têm, por isso, incentivo para aproveitar oportunidades de investimento; a substituição de ativos e investimentos de risco. Neste sentido, PINTO DA SILVA, Francisco, ob. cit., p.235, nota de rodapé n.º 16. *Vd.*, também, a este propósito, BRATTON, William W., “Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process”, in *European Business Organization Law Review (EBOR)*, Vol.7, n.º1, 2006, pp.6 a 8, consultado em <https://scholarship.law.georgetown.edu>; SCHMIDT, Klaus M., “The Economics of Covenants as a Means of Efficient Creditor Protection”, in *H. Eidenmüller and W. Schön, The Law and Economics of Creditor Protection*, Asser Press, Haia, 2008, pp.88 e 89, consultado em www.semanticscholar.org; BRADLEY, Michael e Michael ROBERTS, “The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants”, in *Quarterly Journal of Finance (QJF)*, World Scientific Publishing Co., Vol. 5, n.º 2, 2015, p.5, consultado em www.wharton.upenn.edu.

¹⁵ Neste sentido, entre outros, CÂMARA, Paulo, “Um Retrato Anatômico”, in *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina, Coimbra, 2010, p.59 e COUTINHO DE ABREU, J.M., *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 6ª Edição, Almedina, Coimbra, 2019, p.291. Contrariamente, CARNEIRO DA FRADA, “A Business Judgment Rule no quadro dos deveres gerais dos administradores”, in *Jornadas Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira* (Coord. Maria de Fátima Ribeiro), Almedina, Coimbra, 2007, pp.212 e 213, sustenta que “[a] lealdade não é graduável (...) os administradores devem portanto ser leais a todos (...)”. Refere, nesta senda, CORDEIRO, António Menezes, *Direito das Sociedades Vol. I- Parte Geral*, 4ª Edição, Almedina, Coimbra, 2020, p.784, que “Quem é leal a todos, particularmente havendo sujeitos em conflito, acaba desleal perante toda a gente”.

as circunstâncias em que tomaram a decisão de conceder financiamento e garantindo, dessa forma, a solvabilidade do seu crédito¹⁶. Reconhece-se, assim, que, ao lado do controlo acionista (*shareholder control*), poderão, também, os credores exercer um especial poder de influência sobre a sociedade financiada (*debtholder control*), emergindo a dívida como um “instrumento de governo”¹⁷.

3. A emergência do financiamento como mecanismo de governo das sociedades

A confiança dos investidores nas empresas sofreu um golpe decisivo com o eclodir da crise financeira de 2007-2008¹⁸. As falhas evidenciadas ao nível do governo societário implicaram uma crescente necessidade de monitorização das decisões de administração das sociedades pelos respetivos financiadores, que, frequentemente, se encontram, aliás, em melhor posição do que os próprios sócios para o fazer¹⁹. De facto, encontrando-se, por regra, numa posição privilegiada para a obtenção de informação detalhada sobre a situação financeira e empresarial da sociedade, podem os credores financiadores desempenhar como que um “segundo nível de controlo” sobre a sua gestão²⁰.

Não pode, pois, olvidar-se que, quando dirigida a uma eficaz gestão do crédito, a intervenção do credor na sociedade financiada pode, efetivamente, ser perspectivada como uma mais-valia, não apenas para a sociedade, mas, também, para os seus sócios e demais *stakeholders*. Desde logo, poderá tal intervenção funcionar como um mecanismo de mitigação dos incentivos da administração para a assunção de riscos excessivos,

¹⁶ PINTO DA SILVA, Francisco, ob. cit., p.236.

¹⁷ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate...*, ob. cit., p.29. Reconhecendo que este fenómeno tem vindo a ganhar autonomia técnica, vd. OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª Edição, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 1006 e 1007.

¹⁸ AZEVEDO, Rogério de, “O governo dos credores – considerações sobre o financiamento societário: as formas de controlo das sociedades pelos seus credores; e os Desafios do *Corporate (debt) Governance*”, in *Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários*, 2015, p.18, consultado em www.institutovaloresmobiliarios.pt. Para um desenvolvimento sobre esta temática, vd., entre outros, CORDEIRO, António Menezes, *Direito Bancário*, ob. cit., pp. 131 a 177.

¹⁹ Especialmente quando em causa estejam grandes financiadores institucionais.

²⁰ FIGUEIREDO DIAS, Gabriela, ob. cit., pp. 366 a 367 e 377 a 378. Reconhece-se, há muito, que a atuação que os sócios desenvolvem no exercício dos poderes que lhes são reservados não é suficiente para disciplinar o comportamento dos membros do órgão de administração. Neste sentido, ALVES, Carlos, “*Corporate governance*, Auditoria e Regulação: Há Conflito de Interesses?”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 55, dezembro de 2016, pp. 118 e 119, consultado em www.cmvm.pt.

limitando a discricionariedade da gestão por esta desenvolvida, ou, ainda, influenciar de forma positiva a política de investimentos da sociedade. No que aos próprios sócios, por sua vez, concerne, a detenção, por parte dos credores, de uma mais extensa e profunda informação sobre a situação financeira da sociedade poderá revelar-se determinante, quer no plano da tomada de decisões de investimento e desinvestimento, quer no âmbito do exercício dos direitos sociais que lhes pertencem (em especial, o direito de voto e de eleição e destituição dos órgãos de gestão)²¹.

Aliada à referida crise financeira, a posterior emergência de uma crise de liquidez espoletou o aumento exponencial da necessidade de recurso a capital alheio sentida pelas empresas²². Neste quadro de crescente dependência e subserviência das empresas em relação aos seus atuais ou potenciais financiadores, encontraram os credores oportunidade para “em seara alheia meter a sua foice”, procurando limitar, de forma eficaz, o risco de crédito que se lhes reconhece inerente²³.

Com efeito, fazendo uso da posição de supremacia de que, em regra, beneficiam no contexto da relação de financiamento, procederam os credores, pela via contratual, à imposição de especiais exigências, através das quais procuraram intervir ativamente nos destinos da sociedade financiada. Certo é que, mediante a utilização de instrumentos à margem do direito societário, lograram estes sujeitos imiscuir-se na sua governação, nela repercutindo o seu interesse próprio²⁴.

A prática societária veio, assim, demonstrar que, contrariamente ao paradigma até então reconhecido, poder-se-ia revelar significativa a influência que os credores financiadores são capazes de exercer no contexto das sociedades a que concedem

²¹ FIGUEIREDO DIAS, Gabriela, ob. cit., p.377 e 378. *Vd.*, também, BAIRD, Douglas G., e Robert K. RAMUSSEN, ob. cit., pp. 1242 e 1243.

²² Sobre esta questão *vd.*, entre outros, FIGUEIREDO DIAS, Gabriela, ob. cit., pp. 364 a 366 e MATOS, Inês Serrano de, “*Debt governance – O papel do credor ativista*”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 7, Vol.14, Almedina, Coimbra, 2015, p.164. Saliente-se o impacto que, neste contexto, assumiu a transposição para o nosso ordenamento jurídico, em 2014, da Diretiva 2013/36/EU, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento.

²³ Sublinha, a este propósito, HASS, Jeffrey, “*Insights into lender liability: An argument for treating controlling creditors as controlling debtholders*”, in *University of Pennsylvania Law Review*, n.º 135, 1987, p.1323, consultado em <https://scholarship.law.upenn.edu>, que é inegável a necessidade de algum grau de controlo por parte dos credores, os quais têm o direito de impor ao devedor as condições adequadas a aumentar a segurança e reembolso do seu crédito.

²⁴ SÁ, Mafalda de, “*Cláusulas de salvaguarda em contratos de financiamento: ingerência irrestrita do banco-credor na gestão da sociedade devedora?*”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 9, Vol.17, Almedina, Coimbra, 2017, p.179.

financiamento. Fazendo uso das palavras de MAFALDA DE SÁ, “[s]urge, desta forma, um terceiro poder na estrutura organizatória das sociedades comerciais, corporizado por um credor ativista que, penetrando na governação societária por via contratual, exige a consideração de um sistema de *corporate governance* externa”²⁵.

4. O caso particular da aposição de *covenants* nos contratos de financiamento bancário

4.1 Dos interesses legítimos das partes

Na senda do que *supra* temos vindo a expor, inerente ao financiamento externo é a existência de um risco de crédito, o qual decorre, como facilmente se depreende, da possibilidade de a sociedade financiada se tornar incapaz de fazer face às responsabilidades que assumiu. A existência deste risco surge alinhada com os inegáveis conflitos de interesses que se reconhecem na base da relação entre sócios e credores da sociedade financiada, ao que acresce a já referida premissa de que terão os administradores incentivos para atuar no interesse dos primeiros.

Partindo destas considerações, veio a designada *Agency Theory of Covenants* (ATC)²⁶ reconhecer que os credores financiadores mais atentos, antecipando tais comportamentos dos administradores, atribuirão à dívida um preço em conformidade, o que se traduzirá, em concreto, na imposição de um conjunto de cláusulas de salvaguarda, atinentes à limitação do risco de erosão patrimonial que lhes é intrínseco²⁷.

Conferindo ao credor, a par da já tradicional prestação de garantias²⁸, uma maior proteção em face do risco de crédito, e contribuindo, em simultâneo, para um mais fácil acesso ao financiamento por parte das sociedades, os *covenants* surgem, neste contexto, como instrumentos que permitem reestabelecer o desejável equilíbrio entre as partes. No fundo, como bem explicita GONÇALO NOGUEIRA, “(...) tais cláusulas mais não fazem do

²⁵ SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.182.

²⁶ Primitivamente desenvolvida por MECKLING, William H. e Michael C. JENSEN, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n.º4, 1976, pp.333 a 343, consultado em <https://uclafinance.typepad.com>.

²⁷ BRADLEY, Michael e Michael ROBERTS, ob. cit., p.6.

²⁸ *Vd.*, a este propósito, DUARTE, Susana Azevedo, ob. cit., p.191 e CORDEIRO, António Menezes, *Direito Bancário*, ob. cit., pp.789 e ss.

que antecipar situações de conflitos de interesses resultantes do incentivo que os administradores da sociedade têm para prosseguir o interesse dos acionistas da sociedade (...), permitindo, assim, um alinhamento dos interesses envolvidos”²⁹.

O termo *covenant*, proveniente da prática jurídico-contratual anglo-saxónica³⁰, designa, normalmente, uma obrigação de agir de determinado modo. De crescente utilização na prática comercial bancária portuguesa³¹, a inserção destas cláusulas em contratos de financiamento assume uma função de garantia, permitindo ao credor, através da imposição de restrições aos termos em que o capital é fornecido, assegurar o cumprimento do crédito³². Note-se, porém, que, em bom rigor, estas cláusulas traduzem verdadeiras obrigações, acessórias da obrigação principal, pelo que em causa não estão garantias de crédito em sentido técnico, mas, antes, mecanismos de segurança do crédito. Nesta perspetiva, são, frequentemente, designadas como “cláusulas de salvaguarda”³³.

De um outro ponto de vista, e como sublinha DANIEL FISCHER, é importante perceber que o recurso a este tipo de mecanismos não configura uma qualquer situação de injustiça para a sociedade financiada³⁴. É que, mediante a estipulação de *covenants*, logrará a devedora conferir ao seu credor uma maior proteção, de onde resultará a obtenção de financiamento em condições mais vantajosas. Em termos simples: os acionistas da

²⁹ NOGUEIRA, Gonçalo, “Os credores controladores enquanto administradores de facto indiretos da sociedade financiada”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, n.º 4, Almedina, Coimbra, 2016, pp.986 e 987.

³⁰ Os *covenants* são, no direito-norte-americano, o mais eficiente meio de proteção dos credores. SCHMIDT, Klaus M., ob. cit., p.87. Para uma análise sobre o seu surgimento e evolução, vd. BRATTON, William W., ob. cit., pp.2 e ss.

³¹ Sem prejuízo de poderem ser celebrados com qualquer credor, a estipulação de *covenants* encontra um espaço privilegiado de atuação no financiamento com recurso aos designados “credores fortes”, entre os quais podem destacar-se as instituições de crédito. Vd., neste sentido, FERREIRA, Bruno, ob. cit., p.209. Sobre este ponto, PINTO DA SILVA, Francisco, ob. cit., p.237, refere que a utilização destas cláusulas reveste particular relevância no âmbito da estrutura contratual dos financiamentos de projetos *project finance*.

³² Segundo FERREIRA, Bruno, ob. cit., pp.205 e 206, a aposição de *covenants* nos contratos de financiamento bancário surge num plano distinto daquele em que tem lugar o recurso às designadas cláusulas contratuais gerais. Em sentido diverso, vd. SÁ, Mafalda de, ob. cit., pp. 196 e 197.

³³ Neste sentido, vd. SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.179, PINTO DA SILVA, Francisco, ob. cit., p.237 e FERREIRA, Bruno, ob. cit., pp.237 e 238.

³⁴ FISCHER, Daniel, “The Economics of Lender Liability”, in *Yale Law Journal*, Vol. 99, 1989, pp. 136 e 137, consultado em <https://digitalcommons.law.yale.edu>.

sociedade pagam *ex ante*, quando a dívida é emitida, o risco de expropriação por parte dos credores *ex post*, diminuindo, assim, os custos do financiamento^{35/36}.

Dir-se-á, em suma, com MAFALDA DE SÁ, que o que justifica a introdução destas cláusulas nos contratos de financiamento “(...) é a convergência entre o interesse do credor em conceder financiamento em condições de reforçada segurança do seu crédito e o interesse do devedor em diminuir os custos do seu financiamento”³⁷.

4.2 Das prerrogativas conferidas ao credor financiador

De flora variada, os *covenants* podem surgir como contratos acessórios ou como cláusulas integrantes do próprio contrato de financiamento³⁸, dividindo-se, tipicamente, em *positivos* e *negativos*, consoante impliquem imposições ou proibições para o devedor³⁹.

Não sendo nosso propósito analisar de forma exaustiva as múltiplas formas, conteúdo e finalidades que tais cláusulas podem revestir, elenquemos, sem qualquer pretensão de taxatividade, aquelas cuja aplicação prática na esfera do financiamento bancário se tem revelado mais frequente⁴⁰:

(i) cláusulas relativas ao fornecimento de informação (*reporting covenants*): em causa estará, por norma, a obrigação de prestação de informações de natureza económica e

³⁵ O custo do financiamento estará, naturalmente, relacionado com o grau de exposição ao risco. Explicam, a este propósito, BRADLEY, Michael e Michael ROBERTS, ob. cit., p.6, que, uma vez que os custos de agência são inversamente proporcionais à condição financeira da sociedade, é expectável que sejam as sociedades em pior condição financeira a revelar um maior interesse em incluir *covenants* nos seus contratos de financiamento.

³⁶ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., p.106, nota de rodapé n.º27 e ROSA, Diana Serrinha, “As cláusulas *cross default* no ordenamento jurídico português”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VIII, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2016, p. 214.

³⁷ SÁ, Mafalda de, ob. cit., pp.182 e 185, nota de rodapé n.º 33. O interesse da sociedade em diminuir os custos de financiamento está em consonância com a sua capacidade jurídica, tal como delimitada no art.6º, n.º 1, do CSC.

³⁸ Apesar de o termo *covenant* apontar para a ideia de um acordo que vincula ambas as partes, na grande maioria dos casos, nenhuma obrigação a cargo do mutuante. Neste sentido, PEREIRA DIAS, Joana, “Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou segurança: a *Pari Passu*, a *Negative Pledge* e a *Cross Default*”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Inocêncio Galvão Teles*, Vol. IV, Novos Estudos de Direito Privado, Almedina, Coimbra, 2003, p.905.

³⁹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., p.103.

⁴⁰ Seguimos, neste ponto, uma sistematização próxima da apresentada por PINTO DA SILVA, Francisco, ob. cit., pp.238 a 243, e OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., pp.103 a 105.

financeira ou, ainda, de comunicação de ocorrências que possam ter qualquer reflexo no risco do crédito (a título de exemplo, alterações estatutárias);

(ii) *covenants* financeiros (*financial covenants*): visando garantir a solvência da sociedade financiada, impõem-lhe o cumprimento de determinados índices financeiros⁴¹;

(iii) cláusulas *pari passu*: destinam-se a evitar a subordinação do crédito face a outros credores comuns da sociedade, presentes e futuros, exigindo uma graduação igual entre estes e aquele;

(iv) cláusulas *negative pledge*: consistem na proibição de prestar garantias sobre qualquer ativo em favor de terceiros, com prejuízo para a garantia geral do crédito do banco, que se veria, na prática, subordinado aos créditos daqueles;

(v) cláusulas que impõem restrições ao investimento: visam refrear as tendências de sobreinvestimento (em particular, de investimentos arriscados), consistindo, geralmente, na imposição de limites em valores absolutos ou na submissão de todo e qualquer investimento ou aquisição de ativos à prévia autorização do banco credor;

(vi) cláusulas que impõem restrições ao financiamento: significam, frequentemente, a proibição expressa de contratar qualquer financiamento ou, em alternativa, a sua sujeição a prévia autorização do banco credor;

(vii) cláusulas que estabelecem restrições à ocorrência de alterações fundamentais na sociedade ou à distribuição de dividendos: sujeitam à prévia aprovação pelo banco a distribuição de dividendos ou a ocorrência de determinadas alterações fundamentais, delimitadoras da identidade da sociedade, como sejam, a título de exemplo, a alteração da atividade societária, operações de fusão, cisão ou transformação ou a alteração da estrutura acionista.

⁴¹ Alguns dos índices financeiros mais comuns visam limitar o endividamento adicional (como são exemplos, o *debt-equity ratio* ou o *leverage ratio*), outros incidem sobre o *cash-flow* da sociedade (como o *coverage ratio*). PINTO DA SILVA, Francisco, ob. cit., p.239.

(viii) **cláusulas que estabelecem *events of default***: implicam o vencimento antecipado da obrigação em caso de incumprimento do contrato de financiamento⁴². Por vezes, atribui-se relevância a situações de “incumprimento cruzado”, surgindo, nesse contexto, hipóteses em que o incumprimento de outras obrigações da sociedade (perante terceiros) permite considerar que houve incumprimento do *covenant (cross-default)*⁴³.

Embora não necessária, a estrutura típica dos contratos em que são apostas estas cláusulas consiste na identificação de determinados *covenants* e na subsequente estipulação de que a sua violação consubstanciará um *event of default* – isto é, um incumprimento contratual. Sucede que, regra geral, a antecipação do vencimento do empréstimo não surgirá como consequência automática de tal incumprimento, não sendo, na prática, feita atuar pelo credor, que optará, as mais das vezes, por utilizá-lo para renegociar os termos contratuais em moldes que mais intensamente favoreçam o respetivo controlo sobre a sociedade. Como *infra* melhor se demonstrará, é precisamente neste contexto de incumprimento e subsequente renegociação que se manifesta, de forma especialmente acentuada, o poder de interferência que o credor é capaz de exercer no governo societário⁴⁴.

4.3 Da admissibilidade dos *covenants* à luz do ordenamento jurídico português

Como facilmente se depreende, e sem prejuízo da existência de outros mecanismos de controlo⁴⁵, o recurso a este tipo de cláusulas permite aos credores assumir um poder de influência particularmente intenso no seio da sociedade financiada, suscetível, *inclusive*, de introduzir distorções na clássica repartição de poderes e competências societários.

⁴² Haverá que relacionar esta possibilidade com o art.780º do Código Civil. A este propósito, advoga FERREIRA, Bruno, ob. cit., p.205, que, não tendo as situações legais de exigibilidade antecipada natureza injuntiva, poderão as partes de um contrato de crédito bancário afastá-las, bem como poderão modelar as suas posições contratuais, determinando causas convencionais de exigibilidade antecipada. Em sentido próximo, *vd.* PEREIRA DIAS, Joana, ob. cit., pp.999 a 1005.

⁴³ Existe já jurisprudência no sentido da nulidade de cláusulas de exigibilidade antecipada e *cross default*. SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.198. Veja-se, por exemplo, o Acórdão do TRP, de 27 de setembro de 2017 (Inês Moura), disponível em www.dgsi.pt.

⁴⁴ Neste sentido, SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.180 e OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., p.105.

⁴⁵ Por necessidade de circunscrição do tema, excluídos deste estudo ficarão relevantes instrumentos de controlo dos credores sobre a sociedade, de entre os quais podemos destacar os mecanismos de *leveraged finance*, a denominada dívida *mezzanine* ou, ainda, a aquisição de *distressed debt*. *Vd.*, a este propósito, MATOS, Inês Serrano de, ob. cit., pp.170 e 171, nota de rodapé n.º 33 e OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., pp. 98 e 99.

Nesta esteira, levantar-se-á, inevitavelmente, a questão de saber até que ponto poderá pugnar-se, à luz do nosso ordenamento jurídico, pela licitude de tais convênios.

A análise que a doutrina tem vindo a desenvolver em torno desta questão direciona-se, predominantemente, no sentido de que, sem prejuízo de uma ponderação de conformidade com os princípios jurídico-societários vigentes, bem como com as normas do campo jurídico-civil, não deverá, entre nós, sustentar-se uma genérica ilicitude dos *covenants*⁴⁶.

É certo que a ingerência que o credor é, por meio de tais cláusulas, capaz de exercer no circuito societário se afigura suscetível de contender com os princípios da independência externa da sociedade e da indelegabilidade de funções da administração⁴⁷, com os quais intimamente se relacionam os deveres de cuidado e lealdade que sobre o órgão de administração impendem. Repare-se que a imposição de limitações por um sujeito externo à sociedade poderá, inclusivamente, acabar por colocar os administradores perante um conflito de deveres, conduzindo-os, em determinadas situações, a uma atuação contrária àquela que decorreria do cumprimento dos seus deveres, geradora de eventual responsabilidade, nos termos dos arts.72º e ss do CSC^{48/49}.

Há, no entanto, que evocar a existência de exceções às referidas premissas basilares em que se sustentam o funcionamento e organização societários, reconhecendo-se situações em que, pese embora se assista a um exercício disruptivo dos poderes sociais (decorrente de uma influência exógena sobre a gestão societária), a respetiva prática não é proibida, sendo, antes, objeto de uma disciplina tendente à responsabilização do sujeito

⁴⁶ *Vd.*, neste sentido, entre outros, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, *ob. cit.*, pp.108 a 110; MATOS, Inês Serrano de, *ob. cit.*, pp.174 a 176; SÁ, Mafalda de, *ob. cit.*, p.185; PINTO DA SILVA, Francisco, *ob. cit.*, p.264.

⁴⁷ Veja-se, para as sociedades anónimas, em especial, o disposto nos arts. 373, n.ºs 2 e 3, 405º e 406º do CSC.

⁴⁸ Sobre os deveres de cuidado e de lealdade que impendem sobre os administradores, a sua violação e eventual responsabilidade, *vd.*, entre outros, COUTINHO DE ABREU, J.M, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2010, pp.14 e ss; CARNEIRO DA FRADA, *ob. cit.*, pp. 206 e ss; COSTA, Ricardo, “Deveres gerais dos administradores e ‘gestor criterioso e ordenado’”, *in I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011, pp.157 e ss; VASCONCELOS, Pedro Pais de, “Responsabilidade Civil dos Gestores das Sociedades Comerciais”, *in Direito das Sociedades em Revista*, Ano 1, Vol.1, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 11 e ss.

⁴⁹ Questões distintas poderão, ainda, colocar-se a propósito dos convênios que tenham por objeto matérias cuja competência pertence à Assembleia Geral ou aos sócios individualmente considerados. Sobre esta temática, *vd.* PINTO DA SILVA, Francisco, *ob. cit.*, pp.241 e 242 e MATOS, Inês Serrano de, *ob. cit.*, pp.174 e 175.

influenciador e concomitante proteção da sociedade influenciada. Pensemos, em concreto, nas figuras do sócio controlador e do administrador de facto ou, ainda, nas relações de grupo de sociedades^{50/51}. Na linha do que sustenta ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, também no caso em que a influência seja exercida por terceiros (*maxime* pelo credor financiador), não deverá pugnar-se, com base na ausência de regulação, pela sua proibição, devendo, ao invés, reconhecer-se “(...) o imperativo e a oportunidade para a construção de um sistema de proteção eficaz”⁵².

A par desta argumentação, cumprirá lembrar que os *covenants*, correspondendo a criações da *praxis*, são fruto da liberdade contratual das partes, ao abrigo da qual têm estas a faculdade de fixar livremente o conteúdo dos contratos celebrados e de neles incluir as cláusulas que lhes aprouver⁵³. Como bem explica JOANA PEREIRA DIAS, “(...) as partes, pela experiência direta que têm da prática negocial, das exigências e problemas que aí se colocam, estão em melhores condições do que o legislador para regularem [os seus] interesses (...)”⁵⁴. Nestes termos, sem descurar da evidente necessidade de uma análise casuística de conformidade com a autonomia privada e os interesses legítimos de ambos os intervenientes, não faria sentido rejeitar, por princípio, a admissibilidade de tais acordos no nosso ordenamento jurídico⁵⁵.

Sem prejuízo de toda a fundamentação exposta, e de se reconhecerem as múltiplas vantagens económicas associadas a este tipo de cláusulas, não devemos concluir pela

⁵⁰ Quando as regras de autonomia e independência do órgão de administração são desrespeitadas, em virtude do exercício ilegítimo de uma influência sobre a administração da sociedade, o princípio da correlação entre poder e responsabilidade assume relevância, impondo a responsabilização dos sujeitos influenciadores. É o que sucede com o sócio controlador (nos termos do art.83º/4 do CSC) e com o administrador de facto (figura sobre a qual nos debruçaremos *infra*). Nos casos em que, excecionalmente, a própria lei, em derrogação daquelas regras, legitime tal atuação (como sucede com as relações de grupo, previstas nos arts.488º e ss do CSC), é a mesma lei que reforça a correlação entre poder e responsabilidade, prevendo regras especiais de proteção da sociedade objeto da influência e de responsabilização da sociedade influenciada (arts.501º a 504º do CSC). PINTO DA SILVA, Francisco, ob. cit., p.250.

⁵¹ SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.188, acrescenta, a este propósito, que existem outras situações em que a transferência de poderes de gestão para terceiros é fruto da liberdade contratual das partes, como sucede, com particular relevo, com o contrato de gestão de empresa. Por contender com a independência da sociedade, a licitude desta figura contratual não é incontestada. *Vd.*, a este propósito, entre outros, ANTUNES, José Engrácia, *Os Grupos de Sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurisocietária*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2002, pp. 510 a 516 e COUTINHO DE ABREU, J.M, *Governação das Sociedades Comerciais*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2010, p.44.

⁵² OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., p.110.

⁵³ Art.405º do Código Civil.

⁵⁴ PEREIRA DIAS, Joana, ob. cit., p.893.

⁵⁵ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2018, p.110.

irrestrita admissibilidade da sua inclusão nos contratos de financiamento. Com efeito, ainda que se rejeite uma conceção de genérica ilicitude dos *covenants*, jamais poderá conceber-se que a sua utilização legitime a adoção, pelo credor, de quaisquer condutas que se qualifiquem como abusivas e oportunistas.

O verdadeiro âmagio da questão não passará, assim, por uma generalizada apreciação de licitude destas cláusulas, mas, antes, pela definição de mecanismos capazes de regular a sua utilização. A este respeito, dir-se-á com MAFALDA DE SÁ que “(...) a influência externa do credor no exercício dos poderes de administração da sociedade-devedora só será admitida na medida em que seja necessária e executada tendo em vista a salvaguarda do seu crédito”⁵⁶.

Partindo do pressuposto de que a atuação do credor no circuito societário nem sempre surgirá balizada pela necessária tutela do seu crédito, e de que este sujeito, guiado pelo seu interesse próprio, poderá abusar da posição de controlo em que se encontra, prosseguiremos no sentido de indagar sobre a existência de mecanismos capazes de limitar a sua atuação, e que, eventualmente, prevejam a sua responsabilização, conferindo a necessária proteção à sociedade financiada, aos seus sócios e demais *stakeholders*⁵⁷.

Surgirão como especial objeto de incidência do nosso estudo os contratos de financiamento bancário, nos quais vem sendo generalizada a inclusão de *covenants*, como, aliás, tivemos já oportunidade de referir⁵⁸. Com COUTINHO DE ABREU, dir-se-á, sensatamente, que “(...) os bancos condicionam e influenciam consideravelmente a governação das sociedades devedoras. E, vendo, ouvindo e lendo, não ignoramos que os (grandes) bancos têm sido o ator principal da desgovernação global...”⁵⁹.

⁵⁶ SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.204.

⁵⁷ Particularmente impressivos são os riscos para a posição dos demais credores, que não conseguem impor mecanismos adicionais de proteção e que estarão sujeitos, além dos interesses da sociedade, aos interesses concorrentes de um outro credor. SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.184.

⁵⁸ A potencial influência exercida pelos obrigacionistas será menos expressiva do que aquela que é levada a cabo pelos bancos, já que tenderá a esgotar-se na fase anterior ao investimento. *Vd.*, a este propósito, FIGUEIREDO DIAS, Gabriela, ob. cit., pp.369 a 371.

⁵⁹ COUTINHO DE ABREU, J.M, “Convergências e divergências no direito das PME societárias”, in *Congresso Internacional As Pequenas e Médias Empresas e o Direito* (Coord. J.M.Coutinho de Abreu), Instituto Jurídico Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2017, pp. 401 e 402.

CAPÍTULO II

DA EVENTUAL RESPONSABILIZAÇÃO DO CREDOR FINANCIADOR EM VIRTUDE DA INFLUÊNCIA EXERCIDA NO GOVERNO DA SOCIEDADE FINANCIADA

1. Definição do problema. A inexistência de mecanismos de resposta no Direito positivo

Aqui chegados, torna-se premente esclarecer que a necessidade de encontrar mecanismos tendentes à responsabilização do credor financiador não surgirá como uma decorrência imediata da possibilidade que se lhe reconhece de interferir na sociedade financiada. Com efeito, na sequência do que temos vindo a reiterar, além de em causa estar uma faculdade que integra a liberdade contratual das partes, poderão associar-se-lhe efeitos verdadeiramente positivos⁶⁰.

Justificar-se-á a eventual necessidade de responsabilizar este sujeito quando, numa clara preterição do interesse social, este atue em prossecução do seu interesse próprio, de forma abusiva e oportunista, acarretando prejuízos para a sociedade financiada, os seus sócios e demais *stakeholders*. Fazendo uso das palavras de RUI PEREIRA DIAS, “(...) a partir do momento em que o ordenamento jurídico dota a sociedade de uma estrutura organizatória definida, que não pode ser moldada ao sabor dos interesses pontuais de um concreto sujeito, é necessário e adequado responsabilizá-lo em virtude de uma distorção, danosa, da estrutura, com consequências nas relações internas mas também na imagem projetada perante terceiros (...)”⁶¹.

Haverá, com efeito, que reconhecer que a utilização que, na prática, é feita dos *covenants* nem sempre corresponderá à finalidade que legitima a sua estipulação. Ao

⁶⁰ Defendendo que, em geral, será mais benéfico para o mundo dos negócios que não se desencorajem os credores do exercício de controlo substancial sobre os devedores em difícil situação financeira, *vd.* HYNES, J. Dennis, “Lender Liability: The Dilemma of the controlling creditor”, *in Tennessee Law Review*, Vol. 58, 1991, p.667, consultado em <https://scholar.law.colorado.edu>. Sublinha, a este propósito, o Autor que o interesse próprio que o credor tem na proteção dos seus créditos será também benéfico para os próprios sócios, outros credores e demais *stakeholders* da sociedade financiada.

⁶¹ PEREIRA DIAS, Rui, *Responsabilidade por Exercício de Influência sobre a Administração de Sociedades Anónimas - Uma análise de Direito Material e Direito de Conflitos*, Almedina, Coimbra, 2007, pp.116 e 117.

abrigo do que *supra* se expôs⁶², tal sucederá, com especial frequência, em cenários de incumprimento por parte da sociedade financiada. De facto, servindo-se da particular situação de vulnerabilidade em que aquela se encontra, terão, não raras as vezes, os credores estímulos para, procedendo a uma renegociação dos termos pelos quais se pauta a relação de financiamento, obter benefícios excessivos, que não encontram já qualquer justificação numa razoável tutela do risco de crédito a que estão sujeitos⁶³.

Pensemos, em concreto, na situação em que, perante o incumprimento da sociedade financiada, como requisito para que não tenha lugar o vencimento antecipado de todas as prestações, impõe o banco credor que sejam submetidas à sua autorização prévia todas as operações de gestão da sociedade, limitando, de forma praticamente cabal, a autonomia e liberdade decisória da entidade devedora. Como facilmente se depreende, esta transferência do controlo da gestão societária em favor do credor financiador suplanta a mera responsabilidade contratual (que seria a normal consequência do incumprimento de obrigações contratuais), consubstanciando-se num verdadeiro mecanismo de *corporate governance*⁶⁴.

Sucede que a crescente preponderância que o credor controlador tem vindo a assumir no plano societário não surge acompanhada de uma qualquer previsão, no sistema jurídico-societário vigente, de mecanismos de proteção da sociedade financiada, dos seus sócios e demais *stakeholders*. De igual forma inexistem, até à data, modelos e instrumentos de *corporate governance* capazes de responder, de forma eficaz, às significativas distorções que a influência exercida por aquele sujeito se afigura suscetível de provocar na tradicional repartição de poderes societários⁶⁵.

Partindo de uma delimitação das situações em que o credor financiador, de forma oportunista e abusiva, se assume como um “terceiro poder” no contexto da sociedade financiada, cumprirá a parte final do nosso estudo o propósito de encontrar mecanismos de resposta aos desafios e malefícios emergentes de uma tal atuação.

⁶² *Vd. supra* ponto 4.2, capítulo I.

⁶³ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., p.106.

⁶⁴ SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.182.

⁶⁵ Sobre as possíveis respostas a uma clara necessidade de reconstrução do paradigma clássico do governo das sociedades, que passe, também, a considerar as relações de financiamento e o respetivo impacto no governo das sociedades, *vd.* FIGUEIREDO DIAS, Gabriela, ob. cit., pp. 378 a 383.

Antes de avançarmos nesse sentido, não deixemos de mencionar que a eventual responsabilização do credor não surgirá de forma isolada. Com efeito, na sequência do que em cima se expôs⁶⁶, perante o exercício abusivo de uma influência (externa) no plano do governo societário, não poderá postergar-se a eventual responsabilização dos próprios administradores, sobre quem impende um dever de lealdade para com a sociedade⁶⁷.

2. Soluções preconizadas pela Doutrina

Não há, em rigor, uma clara noção de “controlo exercido pelo credor”, nem existe uma, mas várias, teorias no sentido da sua responsabilização. Se, entre nós, o tema não tem ainda conhecido desenvolvimento significativo, desde há muito que é estudado noutros ordenamentos⁶⁸, sobretudo a propósito do controlo que é exercido por instituições bancárias⁶⁹.

Atenta a inexistência, no nosso ordenamento jurídico, de um regime legal que consagre e regule especificamente a figura do credor controlador, cumpre analisar, ao abrigo do que tem vindo a fazer a doutrina, de que forma poderão os mecanismos jurídicos existentes adaptar-se a esta realidade⁷⁰. Efetivamente, e na senda do que *supra* se expôs, a entorse que o credor financiador é suscetível de provocar na tradicional repartição de poderes societários não constitui um caso isolado, reconhecendo-se outras situações de influência externa sobre a gestão da sociedade.

⁶⁶ *Vd. supra* ponto 4.1, Capítulo I.

⁶⁷ Repare-se que a lei portuguesa exige a responsabilidade do administrador para que o sócio controlador seja solidariamente responsável (art.83º, n.º 4, do CSC). De igual modo, a responsabilidade do administrador de facto surge ao lado da responsabilidade do administrador de direito da sociedade, e não independentemente desta. *Vd.*, a este propósito, entre outros, COSTA, Ricardo, *Os Administradores de Facto das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 970 a 972.

⁶⁸ Nomeadamente, alemão e norte-americano.

⁶⁹ Conforme sublinha OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, *ob. cit.*, p.96, a *lender liability* (trabalhada, sobretudo, a partir das ideias de controlo e de boa fé) tem originado múltiplas publicações e decisões jurisprudenciais nos Estados Unidos, tendo já sido considerada uma das mais significativas áreas do Direito. Sobre as várias doutrinas e decisões jurisprudenciais relativas a questão, *vd.*, entre outros, HYNES, J. Dennis, *ob. cit.*, pp.638 e ss e HASS, Jeffrey, *ob. cit.*, pp.1329 e ss.

⁷⁰ Sublinhe-se que não é nossa pretensão realizar uma análise exaustiva de todas as teorias que têm vindo a ser apresentadas para a resolução da questão em análise. Iremos ocupar-nos, somente, de uma reflexão em torno daquelas que entendemos por mais relevantes, reconhecendo-se, porém, a existência e pertinência de outras teses. A título de exemplo, foi também defendido por alguma doutrina e jurisprudência estadunidenses a qualificação do credor controlador como “principal” numa relação de agência, daí decorrendo a sua sujeição a deveres de lealdade. *Vd.*, neste sentido, HASS, Jeffrey, *ob. cit.*, pp.1341 a 1343 e HYNES, J. Dennis, *ob. cit.*, pp.640 a 642.

2.1 A analogia com a figura do sócio controlador e a consequente sujeição a deveres de lealdade

A propósito da problemática em apreço, entende ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA que o controlo “excessivo” exercido pelo credor sobre a sociedade financiada o aproxima, significativamente, da figura do sócio controlador, transformando-o em *insider* e fazendo-o, por isso, incorrer em deveres e responsabilidades equivalentes aos que sobre aquele impendem⁷¹.

Posição semelhante havia já sido defendida, no seio da doutrina estadunidense, por JEFFREY JOHN HASS, sublinhando o Autor que “(...) *a creditor, especially a financial institution, may closely resemble a controlling shareholder at a certain point in its relationship with its debtor* (...)”⁷².

Começa ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA por observar que sendo, tipicamente, o credor uma instituição bancária, dotada de interesses empresariais próprios, assistir-se-á à emergência de um perigo para a sociedade devedora, os seus sócios e demais credores, em tudo equivalente ao “perigo dos grupos”. Em bom rigor, “(...) o controlo que resulta, automaticamente, da detenção de participações sociais ou de contrato de domínio (...) pode ser atingido de forma igualmente eficiente através de outros acordos (v.g., (...) contratos de crédito) que revelam um poder negocial desproporcionado da sociedade dominante”. Não se justifica, assim, a diferenciação, de carácter meramente formal, entre a posição daquele que exerce o controlo em virtude de participação social ou de contrato de subordinação e a daquele que se encontra em situação análoga em virtude de contrato de financiamento⁷³.

Reconhece-se, porém, que o controlo do tipo económico não é legitimado, à luz do Código das Sociedades Comerciais, como fonte de relação de domínio, na medida em que, sem prejuízo de configurar um meio apto a permitir o exercício de uma influência na gestão dos assuntos sociais, não corresponde a uma situação de domínio jus-

⁷¹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., p.97.

⁷² HASS, Jeffrey, ob. cit., p.1346.

⁷³ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., pp.97 e 111. Em sentido semelhante, BLUMBER, Philip I., “The Transformation of Modern Corporation Law: The Law of Corporate Groups”, in *Connecticut Law Review*, Vol. 37, n.º 3, 2005, pp. 613 a 614, consultado em www.uconn.edu.

societariamente organizado⁷⁴. Por outro lado, ainda que assim não fosse, e se pugnasse pela relevância do controlo económico para a existência de uma relação de domínio, nos termos do art.486º do CSC, por resolver ficaria o problema de proteção da sociedade controlada, dos seus sócios e dos restantes credores da sociedade. Com efeito, ao contrário do que sucedeu com as demais relações de coligação, previstas no art.482º do CSC, a lei portuguesa não fez associar às relações de domínio qualquer regime jurídico específico.

Consciente da inexistência, no Direito positivo, de mecanismos específicos de proteção dos interesses afetados pelo controlo exercido pelos credores, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA acaba por recorrer, numa tentativa de solucionar este problema, à possibilidade de imputar aos credores controladores deveres de lealdade tipicamente societários, decorrentes do princípio geral da boa fé. Reforça, porém, que “(...) só a *praxis* societária, traduzida em posições jurisprudenciais (por ora inexistentes) poderá permitir a consolidação da matéria ou a formação de casos típicos de lealdade dos credores (...)”⁷⁵.

A imposição de tais deveres surgiria como tradução do princípio geral da correlação *poder-responsabilidade*, ao qual acresceria a existência de uma especial relação entre o credor controlador e a sociedade financiada, equivalente àquela que liga o sócio controlador e a sociedade controlada. Esclarece, a este propósito, a Autora que o carácter especial de que depende a emergência de deveres de lealdade não se traduz, no plano das relações de controlo, na exigência de uma qualquer relação de confiança, a qual não existe. Decorre, antes, do específico poder de influência que o controlador é suscetível de exercer no plano societário, com o inerente imperativo de limitação da posição em que se encontra para causar danos à sociedade⁷⁶.

⁷⁴ O exercício de uma influência dominante consubstancia um conceito indeterminado, o qual carece de preenchimento valorativo. Neste ponto, têm a doutrina e a jurisprudência maioritárias propugnado pela irrelevância do controlo económico para o preenchimento de tal conceito. *Vd.*, a este propósito, ANTUNES, José Engrácia, ob. cit., pp.530 a 534 e PEREIRA DIAS, Rui, ob. cit., pp.86 a 91. Sublinha, a este respeito, BARROS, João Nuno, “Financiamento e governação societária: credor controlador, *covenants* e deveres de lealdade”, in *O Direito* (Dir. Jorge Miranda), Ano 150º, N.º II, Almedina, Coimbra, 2018, p.299, que poderão relevar para efeitos de sujeição a deveres de lealdade os casos de controlo económico, ainda que o legislador nacional não tenha conferido especial importância a esta situação que, na *praxis* societária, tem vindo a ganhar particular relevo.

⁷⁵ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., pp.119 e 132.

⁷⁶ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., pp. 119, 123 a 129 e 141. Sublinha, ainda, a Autora que a imposição de deveres de lealdade justificar-se-ia, apenas, perante a verificação de um verdadeiro poder de influência, não decorrendo, de forma genérica, do simples ato de financiamento. No entanto, não seria necessário reconhecer, como tem vindo a fazer a doutrina norte-americana, que a “(...)

Não é, porém, uniforme o entendimento que tem vindo a ser desenvolvido em torno das premissas basilares em que se sustenta esta teoria. Sem prejuízo de uma possível discussão a respeito da efetiva sujeição dos sócios a um dever geral de lealdade⁷⁷, sobre a qual não nos debruçaremos, é a concreta possibilidade de equiparação do credor controlador à figura do sócio controlador que se assume como a *vexata quaestio* com que a doutrina se vem deparando.

Entre nós, partindo de uma análise daquela que é a *ratio* subjacente à imposição de deveres de lealdade aos acionistas, RAQUEL CAPA DE BRITO afasta a possibilidade de uma tal equiparação. Começa a Autora por sublinhar que é precisamente por existir um tendencial alinhamento de interesses entre os acionistas e a sociedade que se gera uma especial relação entre eles, a qual implica que estes omitam quaisquer comportamentos que possam prejudicar a sociedade e que atuem de modo a prosseguir o seu interesse social. Ora, este tipo de relação não se identifica com aquela que é estabelecida entre a sociedade financiada e os seus credores, marcada por múltiplos conflitos de interesses. É, aliás, a existência de tais conflitos que justifica a estipulação de *covenants* nos contratos de financiamento⁷⁸.

Segue a Autora o seu raciocínio concluindo que, com a imposição de tais deveres de lealdade aos credores, em vez de se lograr a limitação ou afastamento de eventuais comportamentos desviantes, limitar-nos-íamos a sujeitá-los a uma situação que, por natureza, viria a traduzir-se num insanável conflito de deveres. Fazendo uso das suas palavras, “[p]or um lado, (...) os seus acionistas e administradores estariam obrigados a prosseguir o interesse da empresa credora, por outro lado, estariam vinculados a deveres de lealdade em relação à sociedade financiada”⁷⁹.

capacidade do credor para determinar a obediência do devedor à sua política seja de tal forma arrebatadora que tenha existido, em alguma medida, uma fusão de identidades”.

⁷⁷ *Vd.*, a este propósito, CASSIANO DOS SANTOS, Filipe, *Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalística – Contrato de Sociedade, Estrutura Societária e Participação do Sócio nas Sociedades Capitalísticas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, pp. 539 a 554.

⁷⁸ BRITO, Raquel Capa de, *A ingerência do credor controlador no governo societário - Consequências e mecanismos de restabelecimento do equilíbrio entre as partes*, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, 2011, pp. 26 a 29, consultada em <https://repositorio.ucp.pt>. Perfilhando os argumentos invocados pela Autora, *vd.* COELHO, Diogo, “Financiamento Societário, *Covenants* e Responsabilidade dos credores - Qual o papel da teoria da agência aplicada aos *covenants* na responsabilidade dos Credores-Financiadores?”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VII, nº 3/4, Almedina, Coimbra, 2015, pp.812 a 816.

⁷⁹ BRITO, Raquel Capa de, *ob. cit.*, pp.

Entende, por sua vez, JOÃO NUNO BARROS que este obstáculo poderá ser ultrapassado caso se defenda “(...) a sujeição do credor controlador a deveres de lealdade apenas na sua vertente negativa/passiva, já que em tal caso não será aquele obrigado a prosseguir um interesse social que não o seu (...)”⁸⁰.

Afastando, também, a possibilidade de sujeição do credor controlador a deveres de lealdade típicos dos sócios, FREDERICK TUNG acrescenta que “*Incorporating such an ambiguous generalized fiduciary duty would inject perhaps debilitating uncertainty into creditors’ collection efforts, which would translate directly into higher borrowing costs for companies*”⁸¹.

2.2 A qualificação do credor como administrador de facto indireto da sociedade

De um outro prisma, ao abrigo daquele que tem sido o entendimento propugnado por alguns Autores⁸², a interferência do credor na gestão societária, sendo exercida de forma disruptiva em relação ao modelo legal de repartição de poderes e competências vigentes no nosso ordenamento jurídico, acaba por se aproximar do conjunto de situações que tendem a doutrina e a jurisprudência⁸³ a identificar como “administração de facto indireta” da sociedade.

Entende-se por administrador de facto indireto (*shadow director*) aquele sujeito que, na sombra, servindo-se da interposta pessoa do administrador de direito (e/ou até do administrador de facto direto⁸⁴), atua sobre a administração da sociedade, exercendo

⁸⁰ BARROS, João Nuno, ob. cit., p.310.

⁸¹ TUNG, Frederick, “Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance”, in *UCLA Law Review*, Vol. 57, 2009, p.172, consultado em www.semanticscholar.org.

⁸² *Vd.*, em especial, COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., pp.310 e ss e NOGUEIRA, Gonçalo, ob. cit., pp.1003 e ss.

⁸³ A propósito do reconhecimento jurisprudencial da figura do administrador de facto, veja-se, a título de exemplo, o Acórdão do STJ, de 28 de janeiro de 2016 (Orlando Afonso), disponível em www.dgsi.pt. NOGUEIRA, Gonçalo, ob. cit., p.992.

⁸⁴ Seguindo a sistematização de COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., pp.643 e ss, pode reconhecer-se à figura do administrador de facto uma tipologia ternária, distinguindo-se, nomeadamente, entre a administração de facto com reconhecimento legal, a administração de facto direta e a administração de facto indireta.

sobre ela um condicionamento ou influência de tal modo vinculante que as funções e competências desse órgão são como que por aquele desempenhadas^{85/86}.

De acordo com DÍAZ ECHEGARAY e, entre nós, RICARDO COSTA, à cabeça desta figura encontraremos, não raras as vezes, as instituições de crédito, que, munidas de instrumentos que lhes permitem interferir ativamente na gestão das sociedades financiadas (como sejam os disseminados *covenants*), se afiguram capazes de colocar os respetivos administradores numa posição de “*infra ordenação*” e perda da sua autonomia e liberdade decisória. Efetivamente, se atentarmos, em especial, na experiência dos direitos estrangeiros, a “banca-administrador de facto” surge no topo da lista daqueles que podem designar-se como os seus “terceiros controladores”, beneficiando, em virtude do poder financeiro de que dispõe, de uma forte posição na relação negocial que estabelece com as sociedades financiadas^{87/88}.

Não obstante a regularidade com que a figura do administrador de facto é equacionada como “mecanismo” de imputação de deveres de lealdade aos credores controladores, o estudo sobre a mesma está longe de atingir a sua completa maturidade⁸⁹.

⁸⁵ No sentido do reconhecimento da categoria do “administrador de facto indireto” *vd.*, entre outros, COUTINHO DE ABREU, J.M e Elisabete RAMOS, “Responsabilidade Civil de Administradores e de Sócios Controladores (notas sobre o artigo 379º do Código do Trabalho)”, in *Miscelâneas do IDET*, n.º3, Almedina, Coimbra, 2004, pp. 41 e 42; COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., pp.648 a 657; RIBEIRO, Maria de Fátima, *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Almedina, Coimbra, 2016, pp.465 a 467; GOMES, José Ferreira, “Conflitos de Interesses entre Accionistas nos negócios celebrados entre a Sociedade Anónima e o seu Accionista Controlador”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina, Coimbra, 2010, p.154.

⁸⁶ Necessário será que a influência exercida se projete em atos que conduzam à tomada de decisões determinantes para a vida da sociedade e que as diretivas fornecidas não se bastem com a mera expressão de conselhos, sugestões ou intenções, implicando, ao invés, um fator vinculante, que, implicitamente, transporte uma expectativa de obediência. Aquando da materialização do poder de quem está na sombra, deverá, também, verificar-se uma intensidade finalística, de tal sorte que a regra será o acatamento habitual e sistemático dessas ordens e instruções por parte do destinatário. A influência exercida deve incidir sobre a totalidade ou maioria dos administradores. Sobre todos os requisitos que têm vindo a ser identificados como necessários à qualificação de um determinado sujeito como administrador de facto, *vd.*, em especial, NOGUEIRA, Gonçalo, ob. cit., pp.998 a 1002 e COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., pp.658 e ss.

⁸⁷ Neste sentido, ECHEGARAY, J.L.Díaz, *El Administrador de Hecho de las Sociedades*, Editorial Aranzadi, Cizur Menor, 2002, p.107 e COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., pp.310 e 311.

⁸⁸ Embora não se reportando ao exercício de uma influência decorrente da estipulação de *covenants*, encontramos já, em Espanha, resoluções judiciais no sentido da qualificação do credor financiador como administrador de facto da sociedade devedora. A título de exemplo, pode referir-se a *Sentencia 203/11, do Juzgado de lo Mercantil n.º1 de Malaga/1 Bis, de 26 de Maio de 2011*. *Vd.*, a este propósito, FERREIRA, Emília R. B. da Silva, *A Qualificação do Credor Financeiro como Administrador de Facto*, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, 2016, consultada em <https://repositorio.ucp.pt>.

⁸⁹ NOGUEIRA, Gonçalo, ob. cit., pp.1004 a 1005.

Pronunciando-se sobre o tema, DIOGO COELHO afirma não ser possível concluir que alguns tipos de *covenants* “(...) tenham a virtualidade de conceder aos credores financiadores este tipo de poder (...)”, pelo que afasta, por regra, a possibilidade de os qualificar como administradores de facto da sociedade financiada⁹⁰.

Por seu turno, GONÇALO NOGUEIRA, embora reconhecendo que a simples circunstância de o credor gozar de um conjunto de prerrogativas contratuais não o torna, sem mais, administrador de facto da sociedade financiada, entende que tal não implica negar, em absoluto, uma tal qualificação⁹¹. Num sentido mais assertivo, INÊS SERRANO DE MATOS admite, por regra, a configuração do banco credor como administrador de facto, considerando-a, *inclusive*, mais consistente do que as restantes soluções apresentadas para o problema⁹².

Esta questão começou por merecer a atenção da jurisprudência e doutrina francesas, já em meados dos anos setenta do século passado, remontando-se a este período as primeiras decisões de alguns Tribunais de Comércio no sentido de atribuir às instituições de crédito a condição de “*dirigeants de fait*”. Este entendimento acabou por ser acolhido e desenvolvido pela doutrina, reconhecendo-se, hoje, a possibilidade de atribuir aos bancos a qualidade de administradores de facto de sociedades financiadas⁹³.

Esclareceu, a este propósito, a jurisprudência francesa que não pode atribuir-se ao banco credor a condição de administrador de facto se este, sem realizar qualquer ato positivo de gestão propriamente dito, e sem se substituir ao administrador de direito, se limitar a exercer um controlo permanente sobre os fundos que disponibilizou ao seu cliente⁹⁴. Em sentido próximo, resumiu-se na jurisprudência inglesa que mister é encontrar a linha “entre a posição de um cão de guarda [*watch-dog*] ou conselheiro (...) e a de um de facto ou *shadow director*”⁹⁵.

Afigura-se, portanto, indispensável submeter as condutas do credor financiador ao crivo de um conjunto de parâmetros seletivos, aptos a identificar as situações que poderão,

⁹⁰ COELHO, Diogo, ob. cit., pp. 809 e 810, nota de rodapé n.º 54.

⁹¹ NOGUEIRA, Gonçalo, ob. cit., p.1007.

⁹² MATOS, Inês Serrano de, ob. cit., p. 196.

⁹³ ECHEGARAY, J.L.Díaz, ob. cit., p.107.

⁹⁴ *Corte de Apelación de París de 17 de marzo de 1978*. ECHEGARAY, J.L.Díaz, ob. cit., p.108.

⁹⁵ Caso inglês *Re Tasbian Ltd, No. 3 (Chancery Division de 26 de abril de 1991)*. COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., p.315 e ECHEGARAY, J.L.Díaz, ob. cit., p.111.

efetivamente, justificar uma extensão do regime previsto para os administradores de direito, sendo a definição de tais parâmetros a *vexata quaestio* com que, neste plano, se vem deparando a doutrina.

Na esteira do que até aqui se expôs, dir-se-á, com RICARDO COSTA, que a eventual qualificação dos credores controladores como administradores de facto da sociedade passará por “(...) verificar a *dividing line* entre o financiador que protege os seus interesses próprios e exerce um poder de informação e inspeção sobre o rumo da sociedade devedora tendente à conservação e salvaguarda das garantias de pagamento dos seus créditos (...) e o financiador que, ainda que motivado, totalmente ou em parte, pelo mesmo escopo, se apropria das competências dos gestores dessa sociedade ou os condiciona e influencia em manifesta exploração do âmbito de eficácia da relação jurídica de financiamento (...)”⁹⁶.

Neste sentido, esclarece o Autor que a adoção, pelo credor bancário, de determinados comportamentos, como sejam (i) o condicionamento da concessão de crédito à adoção de medidas de reorganização ou (ii) a limitação da celebração de certos negócios jurídicos ao seu consentimento, afigurar-se-á insuficiente à sua qualificação como administrador de facto, na medida em que, integrando tais condutas a esfera da relação negocial estabelecida, não asseguram, por si só, a gestão da sociedade financiada⁹⁷.

Situação distinta será aquela em que, em virtude de convenção nesse sentido, seja proposta pela entidade financeira a nomeação de determinado sujeito como administrador da sociedade financiada, traduzindo-se a sua atuação na mera obediência, de forma passiva, às diretrizes por aquela fornecidas, e revelando-se as mesmas capazes de influenciar, de forma decisiva, as decisões do órgão de administração, nomeadamente sem atender ao interesse da própria sociedade administrada e exaurindo a autonomia dos restantes administradores. Ou, ainda, aquela em que o credor bancário, assumindo o papel estratégico da sociedade, submete à sua autorização prévia todas as operações de gestão, como sejam, compras, pagamentos ou contratações. Verificar-se-á, aqui sim, o exercício de um controlo ilegítimo por parte do credor financiador, que, extravasando o plano de

⁹⁶ COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., pp. 310 a 315.

⁹⁷ A qual, em bom rigor, não deixa de ser desempenhada por quem é regularmente “mandatado” para esse efeito COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., p.311 e 315.

atuação conformato pela *ratio* subjacente à estipulação de *covenants* na relação de financiamento, se transmuta num agente ativo da gestão societária, podendo atribuir-se-lhe a qualidade de administrador de facto indireto⁹⁸.

3. Análise crítica

Em face de tudo o que até aqui se expôs, ocupemo-nos, por fim, de uma cuidada análise reflexiva em torno da problemática levantada, a qual, segundo entendemos, não poderá deixar de partir da seguinte premissa: pese embora se rejeite uma ilicitude genérica dos *covenants*, jamais poderá aceitar-se que a sua estipulação legitime a adoção de quaisquer condutas abusivas e oportunistas por parte do credor financiador, cuja intervenção no governo da sociedade financiada deverá restringir-se à necessária tutela do seu crédito, com respeito pelos princípios jurídicos civis e societários vigentes no nosso ordenamento jurídico.

Nestes termos, e sem prejuízo de nos centrarmos na dissecação de mecanismos societários capazes de fundamentar a eventual responsabilização do banco credor, não deixemos de iniciar a nossa reflexão com uma breve referência à importância que assumem, no seio desta questão, as regras gerais de Direito civil. De facto, sendo de base contratual a relação estabelecida entre o credor bancário e a sociedade financiada, não poderá deixar de se impor a ambas as partes deveres acessórios de conduta⁹⁹.

⁹⁸ COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., pp. 310, 316 e 317.

⁹⁹ CORDEIRO, António Menezes, *Da boa fé no direito civil*, Almedina, Coimbra, 1997, pp.606 e 607. Mais se sublinhe que, estando em causa uma relação de crédito bancário, sempre estaria o credor sujeito aos deveres de lealdade decorrentes do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF), aprovado pelo DL n.º 298/92, de 31 de dezembro. Veja-se, em especial, o seu art.74º. A este respeito, afirma BARROS, João Nuno, ob. cit., p.313, que, nos casos em que o credor controlador assumia a qualidade de instituição bancária, os deveres de lealdade que sob o mesmo impendem derivam da relação bancária estabelecida, não sendo deveres de lealdade tipicamente societários. Afastamo-nos, porém, desta posição, entendendo-se que a necessária tutela da sociedade, dos seus sócios e demais *stakeholders* justificará, ainda assim, a sujeição do banco credor a deveres de lealdade tipicamente societários. Assumindo um escopo de distinta natureza, os deveres de atuação resultantes do RGICSF revelar-se-ão incapazes de fazer face ao risco de preterição do interesse social que pode emergir da atuação do credor bancário no circuito societário. De facto, o que resulta daquele regime é uma vinculação a deveres de atuação conformes com aquilo que é expectável da parte de um profissional tecnicamente competente, que conhece e domina as regras da *ars bancaria*. *Vd.*, neste sentido, o Acórdão do STJ, de 16 de setembro de 2014 (Paulo Sá), disponível em www.dgsi.pt.

Acompanhamos, por isso, BRUNO FERREIRA na conclusão de que a atividade do banco credor deverá confrontar-se não apenas com normas imperativas, mas, especialmente, com a boa fé objetiva, considerada na sua vertente de regra de conduta, a qual não é exclusiva da contratação através de cláusulas contratuais gerais. Particularmente relevante, neste plano, é a observância de princípios de razoabilidade, adequação e proporcionalidade¹⁰⁰.

Poderá ponderar-se, neste contexto, a sujeição de determinadas condutas do credor financiador ao regime dos negócios usurários, o que assumirá especial pertinência quando, ao abrigo do disposto no art.282º, n.º2, do Código Civil, se verifique que este sujeito, explorando a situação de necessidade e dependência em que se encontre a sociedade devedora, logre obter a concessão de benefícios excessivos ou injustificados¹⁰¹.

Sustentando a relevância que poderá assumir, neste plano, o regime dos negócios usurários, RAQUEL CAPA DE BRITO parece limitar a sua aplicação às situações em que, em virtude da situação de dependência económica em que se encontra a sociedade devedora, seja esta necessariamente conduzida à celebração de determinados negócios jurídicos¹⁰². Acompanhamos, porém, DIOGO COELHO no sentido de rejeitar a circunscrição de tal regime a eventuais negócios que venham a resultar dos termos renegociados do contrato de financiamento, sufragando-se que este poderá aplicar-se, também, ao próprio acordo de renegociação¹⁰³. E mais, sem prejuízo de se reconhecer que a verificação dos pressupostos de que depende a aplicação do regime dos negócios usurários será mais frequente nos casos em que, verificada uma situação de incumprimento por parte da sociedade devedora, aproveitará o banco credor para renegociar os termos do contrato em condições que mais o favoreçam, entendemos, com MAFALDA DE SÁ, que, quando as

¹⁰⁰ FERREIRA, Bruno, ob. cit., p.215 e PEREIRA DIAS, Joana, ob. cit., p.895.

¹⁰¹ No nosso caso, verificar-se-á, por princípio, o requisito subjetivo, sendo certo que a sociedade que carece de financiamento estará, por regra, numa situação de dependência económica perante a entidade financiadora. Inequívoca não será, por sua vez, a existência de uma situação de exploração por parte do banco financiador e a respetiva aquisição de benefícios excessivos. Haverá, portanto, que analisar, casuisticamente, a conformidade da atuação do credor com a necessária proteção do seu crédito. *Vd.*, neste sentido, SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.199. Sobre os requisitos de que depende a aplicação do regime dos negócios usurários, *vd.* EIRÓ, Pedro, *Do negócio usurário*, Almedina, Coimbra, 1990, pp. 17 a 70.

¹⁰² BRITO, Raquel Capa de, ob. cit., pp.36 a 41.

¹⁰³ COELHO, Diogo, ob. cit., pp. 831 e 832.

circunstâncias assim o exijam, não será de afastar a aplicabilidade de tal regime ao primeiro contrato de financiamento (em que são apostos *covenants*)¹⁰⁴.

O que acabamos de expor não afasta, de modo algum, a pertinência de enquadrar jurídico-societariamente a eventual responsabilização do banco credor pela sua interferência abusiva e oportunista no governo societário, o que surgirá como um mecanismo de tutela *ex post* da sociedade, dos seus sócios e demais *stakeholders*¹⁰⁵. Resta-nos deslindar por que vias poderá operar tal responsabilização, o que, de harmonia com o que temos vindo a expor, pressuporá uma apreciação de conformidade e adequação dos mecanismos, entre nós, previstos para outras situações em que, perante o exercício de uma influência exógena na gestão da sociedade, existe, também, um risco de preterição do interesse social.

Conforme tem sido, de forma unânime, reconhecido na doutrina, será de afastar, *in totum*, a possibilidade de aplicação do regime das sociedades em relação de grupo, previsto nos arts.488º e ss do CSC, na medida em que a relação estabelecida entre o credor bancário e a sociedade, tendo por base um contrato de financiamento, não preenche qualquer uma das situações de que taxativamente depende a sua utilização¹⁰⁶.

Ao abrigo do que *supra* se referiu a este propósito, dúvidas não parecem, também, colocar-se quanto à inaplicabilidade do regime previsto para as relações de domínio¹⁰⁷, sendo certo, aliás, que da sua aplicação jamais resultaria a pretendida proteção da sociedade financiada, dos seus sócios e demais *stakeholders*¹⁰⁸.

Suprimida a suscetibilidade de adequação de tais regimes, resta-nos averiguar em que medida se afigurará pertinente a recondução da (eventual) responsabilização do banco credor a alguma das duas teorias que aqui apresentámos com especial detalhe. Referimos-mos, em concreto, à possibilidade de aproximação do credor controlador à figura do sócio

¹⁰⁴ SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.199.

¹⁰⁵ Na linha do que sustenta SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.199.

¹⁰⁶ *Vd.*, neste sentido, a título de exemplo, MATOS, Inês Serrano de, ob. cit., p.195 e OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., p.118;

¹⁰⁷ Arts.486º e 487º do CSC.

¹⁰⁸ *Vd. supra* ponto 2.1, Capítulo II.

controlador e consequente sujeição daquele a deveres de lealdade paralelos, ou, de outra banda, à sua qualificação como administrador de facto indireto da sociedade financiada.

Reconhecendo-se incontestável mérito a ambas as teorias, comecemos por referir que uma e outra contribuem capitalmente para a definição daqueles que elegemos como pressupostos fundamentais em que poderá sustentar-se a eventual responsabilização do banco credor: por um lado, a necessária recondução da sua atuação a um princípio geral de correlação *poder-responsabilidade*; por outro, e dele não se dissociando, a pertinente invocação de deveres de lealdade.

Cumpre-nos começar por referir que entendemos ser de rejeitar a possibilidade de sujeitar o credor bancário ao regime de responsabilidade previsto, no art.83º/4 do CSC, para o sócio controlador, acompanhando o raciocínio de RUI PEREIRA DIAS no sentido de que inexistente na lei portuguesa das sociedades comerciais qualquer ponto de apoio que sustente uma responsabilização de terceiros nesses termos. A isto acresce que, em conformidade com o que foi referido em cima, o controlo económico que visa alcançar-se com a estipulação de *covenants* não se afigurará, por princípio, relevante para o preenchimento do conceito de “influência dominante”¹⁰⁹.

Não nos parece, porém, descabido o entendimento de que uma aproximação entre as figuras do sócio controlador e credor controlador – decorrente da posição de *insider* que este último é, em algumas situações, suscetível de assumir no contexto societário - possa emergir como ponto de partida para a eventual positivação de um regime de responsabilização deste último, sustentado na respetiva sujeição a semelhantes deveres de lealdade¹¹⁰.

Certo é que a *ratio* subjacente aos deveres de lealdade que sobre os sócios impendem¹¹¹ não se transpõe linearmente para o plano da relação estabelecida entre a sociedade devedora e o banco credor, marcadamente caracterizada pela existência de conflitos de

¹⁰⁹ *Vd. supra* ponto 2.1, Capítulo II. PEREIRA DIAS, Rui, ob. cit., pp.51 e 86 a 88.

¹¹⁰ Na linha da teoria defendida por OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., pp. 123, 124 e 132.

¹¹¹ O dever de lealdade que impende sobre os sócios surge como forma de garantir a inexistência de uma qualquer desconformidade com o interesse social a que estes se vincularam, o que decorre da especial relação que estabelecem entre si e com a sociedade. CORDEIRO, António Menezes, “A lealdade no Direito das sociedades”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 66, Vol. III, 2006, consultado em <https://portal.oa.pt>.

interesses. Porém, daqui não retiramos a impertinência de que, de forma paralela, possam reconhecer-se aos credores semelhantes deveres de lealdade. Sustentar-se-iam tais deveres na especial influência que estes sujeitos são capazes de exercer na esfera societária, em decorrência de uma utilização abusiva dos *covenants*, e não, sublinhe-se, da relação contratual de financiamento *per se*¹¹².

Aquilo que se propugna não é, pois, a recondução do banco credor a deveres de lealdade típicos dos sócios. Entende-se, antes, que, em virtude da especial relação de poder que este passa a assumir no seio da sociedade devedora, se afigura pertinente sujeitá-lo a deveres de lealdade, em cuja violação poderão arrimar-se situações de responsabilidade¹¹³. Sem prejuízo da indispensável concretização do conteúdo de tais deveres, em causa sempre estará uma obrigação de o banco credor se abster de usar a sua posição de influência para, em detrimento do interesse da sociedade financiada, determinar, em proveito próprio, a sua gestão¹¹⁴.

Dito isto, a admitir-se que a crescente preponderância que o credor controlador tem vindo a assumir no plano do governo societário é suscetível de justificar que se lhe reconheça uma existência jurídica positiva¹¹⁵, encontramos na imposição de deveres de lealdade um pertinente critério delimitador da sua atuação, com base no qual poderá estruturar-se um adequado regime de responsabilização. Sempre cumprirá, em momento posterior, à *praxis* societária o seu concreto delineamento, como tem vindo, aliás, a ser feito a respeito dos sócios e administradores¹¹⁶.

¹¹² A lealdade que aqui seria devida não decorre, consabidamente, de uma relação de confiança, que não existe, como sucede, aliás, no contexto das relações de controlo. Tal não afasta, porém, a necessidade de controlo da atuação do credor, passível de causar danos à sociedade, aos seus sócios e demais *stakeholders*. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., pp.127 a 129.

¹¹³ Na linha do que sustenta OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., pp.123 a 129, reconhecer-se-ia, como decorrência do princípio da correlação *poder-responsabilidade*, um dever de lealdade orientado pela produção de efeitos, responsável, *in concreto*, pelo controlo da influência que são capazes de exercer estes sujeitos, suscetível de causar danos.

¹¹⁴ Aproximamo-nos, pois, de BARROS, João Nuno, ob. cit., p.310, no sentido de que este será um dever de lealdade de conteúdo essencialmente negativo.

¹¹⁵ À semelhança, por exemplo, do que existe a propósito da figura do sócio controlador, prevista no art.83º, n.º 4. No sentido da pertinência de positivar esta figura, *vd.*, entre outros, MATOS, Inês Serrano de, ob. cit., p.197 e BARROS, João Nuno, ob. cit., pp.312 a 314. Sublinha este último Autor que enquanto o dever de lealdade dos sócios encontra afloramentos no CSC, o mesmo não sucede em relação aos credores, pelo que, sem base legal, não será possível considerar a existência de deveres de lealdade idênticos.

¹¹⁶ Neste sentido, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “Os credores...”, ob. cit., p.132.

Não deixemos, porém, de referir, com INÊS SERRANO DE MATOS, que a eventual regulação de tal figura haverá que sustentar-se numa ajustada ponderação de interesses, acautelando, por um lado, os efeitos perniciosos que a mesma pode acarretar (quer para a sociedade, quer para os sócios e demais *stakeholders*), mas não descurando, por outro, dos benefícios que se lhe podem também reconhecer (em especial, no que concerne a uma eficaz monitorização dos comportamentos da administração)¹¹⁷. Com efeito, ao abrigo do que tem vindo a ser amplamente reconhecido na doutrina, não pode olvidar-se que a previsão de uma excessiva responsabilização do banco credor afigurar-se-ia suscetível de originar resultados contraproducentes no plano económico, com efeitos inibitórios na concessão de financiamento, especialmente em relação às sociedades em pior situação económica, sendo precisamente aquelas que dele mais necessitariam¹¹⁸.

Pese embora se reconheça interesse em encontrar uma solução para a problemática levantada nos termos *supra* descritos, não afastamos a possibilidade de, em determinadas circunstâncias, a conduta levada a cabo pelo banco credor ser suscetível de conduzir à sua qualificação como administrador de facto indireto da sociedade financiada. Efetivamente, a opção por uma ou outra via sempre poderá variar em função dos concretos contornos factuais¹¹⁹.

Se, por um lado, encontramos na figura do administrador de facto uma solução capaz de dar resposta ao problema levantado¹²⁰, por outro, não deixamos de reconhecer que a complexidade em que se traduzirá a sua aplicação prática acaba por lhe retirar a pretendida eficácia¹²¹. Haverá, com efeito, que equacionar a emergência de situações em que, sem prejuízo de a atuação do credor não se mostrar suficiente para preencher os

¹¹⁷ MATOS, Inês Serrano de, ob. cit., pp.197 e 198.

¹¹⁸ *Vd.*, neste sentido, entre outros, NOGUEIRA, Gonçalo, ob. cit., pp.1005 e 1006, e PINTO DA SILVA, Francisco, ob. cit., pp. 264 a 265.

¹¹⁹ Em sentido próximo, SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.200. Saliente-se, a este propósito, a existência de uma especial proximidade entre as figuras do “sócio controlador” e do administrador de facto indireto da sociedade. *Vd.*, a este propósito, PEREIRA DIAS, Rui, ob. cit., pp. 128 a 133.

¹²⁰ Na linha de pensamento de COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., p. 280, “É precisamente num recinto de condutas patológicas de influência sem arrimo na lei que se encontra terreno fértil para examinar e qualificar administradores de facto, *maxime*, indiretos (...)”.

¹²¹ De facto, ao abrigo do que *supra* se expôs, a eventual defensabilidade da qualificação do credor controlador como administrador de facto sempre dependerá da necessária a verificação casuística de “comportamentos qualificados”. COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., pp. 315 a 317.

(apertados) requisitos de que depende a sua qualificação como administrador de facto, revelar-se, ainda assim, merecedora de censurabilidade nos termos *supra* descritos.

Nos casos em que a conduta levada a cabo pelo banco credor se afigure suscetível de o qualificar como um administrador de facto indireto da sociedade, impor-se-lhe-ão deveres gerais de cuidado e lealdade, nos termos do art.64º do CSC¹²². Se a lealdade que é imposta aos sócios tem um conteúdo essencialmente negativo¹²³, aos administradores exige-se que exerçam as suas funções tendo em vista o interesse da sociedade, procurando satisfazê-lo, em detrimento da prossecução de interesses próprios ou de interesses alheios.

Atenta a inexistente regulamentação da figura do administrador de facto no Código das Sociedades Comerciais, é conhecida a divergência na doutrina quanto aos alicerces em poderá sustentar-se a sua responsabilização¹²⁴. Em traços gerais, se alguns autores entendem que o art.80º do CSC - que nos oferece uma norma de extensão das disposições respeitantes à responsabilidade dos gerentes, administradores e diretores (arts.72º e ss) – fundamenta a aplicação deste regime de responsabilidade ao administrador de facto¹²⁵, outros dispensam este preceito no enquadramento da sua responsabilização, sufragando que o mesmo surge como mero corolário da configuração dogmática e aplicativa deste instituto¹²⁶.

Neste contexto, cumpre-nos, por fim, referir que, ao abrigo do que sustentam FRANCISCO PINTO DA SILVA e MAFALDA DE SÁ, poder-se-ia, ainda, equacionar a aplicação direta do art.80º do CSC ao credor controlador, encontrando-se neste preceito uma via capaz de fundamentar a sua eventual responsabilização, independentemente da sua

¹²² Ao abrigo da pretendida coerência do ordenamento jurídico, a categorização de um determinado sujeito como administrador de facto terá como consequência a extensão dos deveres e responsabilidades que se acoplam à figura do administrador de direito. *Vd.*, a este propósito, D'ALMEIDA, Rita Fialho, "A responsabilidade civil dos administradores de facto", in *JURISMAT*, n.º6, 2015, pp. 248 e 249, consultado em <http://recil.ulusofoa.pt> e COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., pp. 660 e 661.

¹²³ Refira-se, a propósito do dever de lealdade que impende sobre os sócios, que tem a doutrina divergido quanto ao alcance que se lhe deve reconhecer, sendo que alguns autores lhe atribuem um conteúdo essencialmente negativo (concretizado numa obrigação de *non facere*). *Vd.*, a este propósito, entre outros, COUTINHO DE ABREU, J.M, *Curso de...*, ob. cit., pp. 294 e 295.

¹²⁴ Sobre esta questão, *vd.*, em especial, COSTA, Ricardo, "Administrador de facto e o artigo 80.º do CSC", in *E depois do código das sociedades comerciais em cometário*, Série Colóquios do IDET, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 220 a 253.

¹²⁵ *Vd.*, neste sentido, RIBEIRO, Maria de Fátima, ob. cit., pp. 468 e ss e 473 e ss e PINTO DA SILVA, Francisco, ob. cit., pp. 252 e 253.

¹²⁶ Sufragando este entendimento, veja-se COSTA, Ricardo, *Os Administradores...*, ob. cit., pp.980 a 982.

¹³⁸ SÁ, Mafalda de, ob. cit., p.203.

qualificação como administrador de facto. Nas palavras de MAFALDA DE SÁ, “(...) se a expressão «confiar» causa perplexidade e redundância em inutilidade da norma no quadro tradicional, à luz dos *covenants* ela surge com renovado interesse, que pode, inclusivamente, justificar a densificação de específicos requisitos para a sua mobilização, distintos dos normalmente invocados para a figura do administrador de facto”¹²⁷.

Ainda que não rejeitemos, por princípio, a possibilidade de se encontrar nesta norma uma renovada utilidade, entendemos que o eventual mecanismo de responsabilização que em torno dela viesse a construir-se dificilmente se afastaria dos pressupostos necessários à qualificação de um agente externo à sociedade como seu administrador de facto. Cremos, por isso, que, sem prejuízo da necessária ponderação dos interesses em causa, só uma completa regulação da figura do credor controlador acabará por se revelar, mais cedo ou mais tarde, suficientemente capaz de responder, de forma cabal, aos inúmeros efeitos perniciosos que da sua atuação poderão advir.

Em suma, salvo melhor opinião, consideramos que a crescente preponderância da problemática em apreço poderá justificar a positivação da figura do credor controlador, prevendo-se, além de uma delimitação da sua atuação, a definição dos termos em que poderá desencadear-se a sua responsabilização. Tomando como nossas as palavras de JOÃO NUNO BARROS, “[s]ó assim, dotados da previsibilidade suficiente que gere certeza e segurança jurídicas, credor controlador e sociedade comercial poderão conviver de forma consciente com a (recorrente) prática societária de exercício de influência sobre os órgãos de administração societários”¹²⁸.

¹²⁸ BARROS, João Nuno, ob. cit., p.314.

CONCLUSÃO

Sem prejuízo da existência de outros mecanismos de controlo societário à disposição dos credores financiadores, encontramos nos disseminados *covenants* um instrumento capaz de lhes conferir um particular poder de influência no plano da sociedade financiada. Conhecida esta figura, desde há muito, noutros ordenamentos jurídicos, é na prática comercial bancária que, entre nós, tem vindo a encontrar o seu campo privilegiado de aplicação.

O gradual reconhecimento desta temática levou a que, a par da doutrina estrangeira já existente, vários autores nacionais tenham vindo, nos últimos tempos, a debruçar-se sobre a admissibilidade deste tipo de cláusulas e, em geral, sobre os efeitos perniciosos que podem advir de uma atuação do credor financiador como um verdadeiro “terceiro poder” no contexto da governação societária.

Pese embora se reconheça que a aposição de *covenants* nos contratos de financiamento é suscetível de contender com os princípios jurídicos civis e societários vigentes no nosso ordenamento jurídico, é maioritário o entendimento de que, atenta a liberdade contratual reconhecida às partes, bem como as vantagens económicas inerentes à estipulação destes convénios, não será de rejeitar, por princípio, a sua licitude. O cerne da questão passará, antes, pela definição de mecanismos capazes de regular a sua utilização.

Do exposto, jamais poderá, no entanto, retirar-se a ilação de que a estipulação destas cláusulas legitima a adoção, pelo credor, de quaisquer condutas oportunistas, carecendo a sua intervenção de ser balizada pela necessária salvaguarda do seu crédito. Aquilo que se pretende é, pois, propiciar o desejável alinhamento dos interesses das partes envolvidas e nunca, sublinhe-se, permitir que o credor se aproveite da situação de fragilidade económica em que se encontra a sociedade para desequilibrar o jogo de forças em seu favor. Quando a intervenção deste sujeito, traduzida na mera prossecução de interesses próprios, seja levada a cabo de forma abusiva e em completa desconsideração pelo interesse da sociedade, justificar-se-á a sua responsabilização pelos prejuízos que venha a causar-lhe, bem como aos seus sócios e demais *stakeholders*.

A potencial aplicação, neste contexto, dos princípios e regras inerentes à relação contratual de financiamento não nos dispensa de encontrar, no plano societário, ferramentas capazes de regular a atuação de um sujeito que, em derrogação da tradicional repartição de poderes societários, é, afinal, capaz de se assumir como um verdadeiro *insider*. Não nos parece, porém, que o sistema jurídico-societário vigente esteja já preparado para receber o papel que este “credor ativista” tem vindo, progressivamente, a assumir na esfera societária.

Sem prejuízo de se entender que, *in concreto*, poderá ser defensável a qualificação do credor controlador como administrador de facto indireto da sociedade, cremos que só uma completa regulação desta figura será capaz de responder, de forma cabal, aos desafios emergentes da sua intervenção no circuito societário. A convocação, neste plano, do princípio da correlação *poder-responsabilidade* e da imposição de deveres de lealdade ao credor controlador surge como ponto de partida para a construção de um sistema de proteção que - não deixemos de assentir - sempre poderá vir a sustentar-se noutras premissas.

Fundamental é, pois, reconhecer que a todos aproveitará a certeza jurídica decorrente de uma concreta previsão dos termos em que poderá o credor atuar e ser responsabilizado, remetendo-se a respetiva (e necessária) concretização para uma eventual análise futura. Por desenvolver ficam, de igual modo, outras perspetivas de resposta à clara necessidade de reconstrução do paradigma da *corporate governance*, decorrente dos desafios que as relações de financiamento das sociedades e, em concreto, as práticas que dela emergem, lhe têm vindo a colocar.

BIBLIOGRAFIA

- ALCARVA, Paulo, *O financiamento Bancário de PME*, Actual Editora, Coimbra, 2017
- ALMEIDA, António Pereira de, “Estrutura organizatória das sociedades” in *Problemas do Direito das Sociedades*, Série Colóquios do IDET, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2008
- ALVES, Carlos, “Corporate governance, Auditoria e Regulação: Há Conflito de Interesses?”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 55, dezembro de 2016, consultado em www.cmvm.pt
- ANTUNES, José Engrácia, *Os Grupos de Sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurisocietária*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2002
- AZEVEDO, Rogério de, “O governo dos credores – considerações sobre o financiamento societário: as formas de controlo das sociedades pelos seus credores; e os Desafios do Corporate (debt) Governance”, in *Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários*, 2015, consultado em www.institutovaloresmobiliarios.pt
- BAIRD, Douglas G., e Robert K. RAMUSSEN, “Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance”, in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 154, 2006, consultado em www.semanticscholar.org
- BARROS, João Nuno, “Financiamento e governação societária: credor controlador, covenants e deveres de lealdade”, in *O Direito* (Dir. Jorge Miranda), Ano 150º, N.º II, Almedina, Coimbra, 2018
- BLUMBER, Philip I., “The Transformation of Modern Corporation Law: The Law of Corporate Groups”, in *Connecticut Law Review*, Vol. 37, n.º 3, 2005, consultado em www.uconn.edu

- BRADLEY, Michael e Michael ROBERTS, "The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants", in *Quarterly Journal of Finance (QJF)*, World Scientific Publishing Co., Vol. 5, n.º 2, 2015, consultado em www.wharton.upenn.edu
- BRATTON, William W., "Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process", in *European Business Organization Law Review (EBOR)*, Vol. 7, n.º1, 2006, consultado em <https://scholarship.law.georgetown.edu>
- BRITO, Raquel Capa de, *A ingerência do credor controlador no governo societário - Consequências e mecanismos de restabelecimento do equilíbrio entre as partes*, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, 2011, consultada em <https://repositorio.ucp.pt>
- CÂMARA, Paulo, "Um Retrato Anatómico", in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina, Coimbra, 2010
- CARNEIRO DA FRADA, "A *Business Judgment Rule* no quadro dos deveres gerais dos administradores", in *Jornadas Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira* (Coord. Maria de Fátima Ribeiro), Almedina, Coimbra, 2007
- CASSIANO DOS SANTOS, Filipe, *Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalística – Contrato de Sociedade, Estrutura Societária e Participação do Sócio nas Sociedades Capitalísticas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2006
- COELHO, Diogo, "Financiamento Societário, *Covenants* e Responsabilidade dos credores - Qual o papel da teoria da agência aplicada aos *covenants* na responsabilidade dos Credores-Financiadores?", in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VII, nº 3/4, Almedina, Coimbra, 2015

- CORDEIRO, António Menezes, “A lealdade no Direito das sociedades”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 66, Vol. III, 2006, consultado em <https://portal.oa.pt>
- *Da boa fé no direito civil*, Almedina, Coimbra, 1997
- *Direito Bancário*, 6ª Edição, Almedina, Coimbra, 2016
- *Direito das Sociedades Vol. I - Parte Geral*, 4ª Edição, Almedina, Coimbra, 2020
- COSTA, Ricardo, “Administrador de facto e o artigo 80.º do CSC”, in *E depois do código das sociedades comerciais em cometário*, Série Colóquios do IDET, Almedina, Coimbra, 2016
- “Deveres gerais dos administradores e ‘gestor criterioso e ordenado’”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011
- *Os Administradores de Facto das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2016
- COUTINHO DE ABREU, J.M., “Convergências e divergências no direito das PME societárias”, in *Congresso Internacional As Pequenas e Médias Empresas e o Direito* (Coord. J.M.Coutinho de Abreu), Instituto Jurídico Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2017
- “Corporate Governance em Portugal”, in *Miscelâneas do IDET*, n.º 6, Almedina, Coimbra, 2010
- *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 6ª Edição, Almedina, Coimbra, 2019
- *Governança das Sociedades Comerciais*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2010
- *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2010

- COUTINHO DE ABREU, J.M e Elisabete RAMOS, “Responsabilidade Civil de Administradores e de Sócios Controladores (notas sobre o artigo 379º do Código do Trabalho)”, in *Miscelâneas do IDET*, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2004
- D’ALMEIDA, Rita Fialho, “A responsabilidade civil dos administradores de facto”, in *JURISMAT*, n.º 6, 2015, consultado em <http://recil.ulusofona.pt>
- DUARTE, Susana Azevedo, “A Responsabilidade dos Credores Fortes na Proximidade da Insolvência da Empresa: A Celebração de Acordos Extrajudiciais e a Tutela dos Credores Fracos”, in *Questões de Tutela de Credores e de Sócios das Sociedades Comerciais* (Coord. Maria de Fátima Ribeiro), Almedina, Coimbra, 2013
- ECHEGARAY, J.L.Díaz, *El Administrador de Hecho de las Sociedades*, Editorial Aranzadi, Cizur Menor, 2002
- EIRÓ, Pedro, *Do negócio usurário*, Almedina, Coimbra, 1990
- FERREIRA, Bruno, *Contratos de Crédito Bancário e Exigibilidade Antecipada*, Almedina, Coimbra, 2011
- FERREIRA, Emília R. B. da Silva, *A Qualificação do Credor Financeiro como Administrador de Facto*, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, 2016, consultada em <https://repositorio.ucp.pt>
- FIGUEIREDO DIAS, Gabriela, “Financiamento e governo das sociedades (*Debt Governance*): o terceiro poder”, in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2014
- FISCHER, Daniel, “The Economics of Lender Liability”, in *Yale Law Journal*, Vol. 99, 1989, consultado em <https://digitalcommons.law.yale.edu>

- GOMES, José Ferreira, “Conflitos de Interesses entre Accionistas nos negócios celebrados entre a Sociedade Anónima e o seu Accionista Controlador”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina, Coimbra, 2010
- HASS, Jeffrey, “Insights into lender liability: An argument for treating controlling creditors as controlling debtholders”, in *University of Pennsylvania Law Review*, n.º 135, 1987 consultado em <https://scholarship.law.upenn.edu>
- HYNES, J. Dennis, “Lender Liability: The Dilemma of the controlling creditor”, in *Tennessee Law Review*, Vol. 58, 1991, consultado em <https://scholar.law.colorado.edu>
- MAIA, Pedro, “Corporate Governance em Portugal”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (Coord. Fábio Ulhoa Coelho/Maria de Fátima Ribeiro), Almedina, Coimbra, 2012
- MATOS, Inês Serrano de, “Debt governance – O papel do credor ativista”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 7, Vol.14, Almedina, Coimbra, 2015
- MECKLING, William H. e Michael C. JENSEN, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n.º4, 1976, consultado em <https://uclafinance.typepad.com>
- NOGUEIRA, Gonçalo, “Os credores controladores enquanto administradores de facto indiretos da sociedade financiada”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, n.º 4, Almedina, Coimbra, 2016
- OECD, *Estudos Económicos da OCDE: Portugal 2017*, OECD Publishing, Paris, 2017, consultado em <https://doi.org/10.1787/9789264269286-pt>.
- OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª Edição, Almedina, Coimbra, 2019

- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Finance*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2018
- *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2018
- “Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2009
- PEREIRA DIAS, Joana, “Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou segurança: a Pari Passu, a Negative Pledge e a Cross Default”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Inocêncio Galvão Teles*, Vol. IV, Novos Estudos de Direito Privado, Almedina, Coimbra, 2003
- PEREIRA DIAS, Rui, *Responsabilidade por Exercício de Influência sobre a Administração de Sociedades Anónimas - Uma análise de Direito Material e Direito de Conflitos*, Almedina, Coimbra, 2007
- PINTO DA SILVA, Francisco, “A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e a sua responsabilidade”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 6, Vol.12, Almedina, Coimbra, 2014
- RIBEIRO, Maria de Fátima, *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Almedina, Coimbra, 2016
- ROSA, Diana Serrinha, “As cláusulas *cross default* no ordenamento jurídico português”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VIII, n.º1, Almedina, Coimbra, 2016
- SÁ, Mafalda de, “Cláusulas de salvaguarda em contratos de financiamento: ingerência irrestrita do banco-credor na gestão da sociedade devedora?”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 9, Vol.17, Almedina, Coimbra, 2017

- SCHMIDT, Klaus M., “The Economics of Covenants as a Means of Efficient Creditor Protection”, in *H. Eidenmüller and W. Schön, The Law and Economics of Creditor Protection*, Asser Press, Haia, 2008, consultado em www.semanticscholar.org
- TUNG, Frederick, “Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance”, in *UCLA Law Review*, Vol. 57, 2009 consultado em www.semanticscholar.org
- VASCONCELOS, Pedro Pais de, “O acionista de capital de risco – dever de gestão”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012
- “Responsabilidade Civil dos Gestores das Sociedades Comerciais”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 1, Vol.1, Almedina, Coimbra, 2009

Jurisprudência:

Acórdão do STJ, de 28 de janeiro de 2016 (Orlando Afonso), disponível em www.dgsi.pt

Acórdão do TRP, de 27 de setembro de 2017 (Inês Moura), disponível em www.dgsi.pt

Acórdão do STJ, de 16 de setembro de 2014 (Paulo Sá), disponível em www.dgsi.pt